بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم المحاسبة

رسالة ماجستير بعنوان

تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان

The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on Value of Firms Listed on Amman Stock Exchange

إعداد

محمد حكمت محمود عبويني

إشراف

أ.د أحمد محمد مصطفى العمري

الفصل الدراسي الثاني

2014 / 2013

قرار أعضاء اللجنة

تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان

The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on Value of Firms Listed on Amman Stock Exchange

إعداد

محمد حكمت محمود عبويني

بكالوريوس محاسبة، جامعة اليرموك، اربد، 2012.

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات درجة الماجستير في تخصص المحاسبة من جامعة اليرموك، اربد.

وافق عليها

الأستاذ الدكتور أحمد محمد العمري .... مشرفاً ورئيساً

أستاذ في المحاسبة، جامعة اليرموك

الأستاذ الدكتور محمود حسن قاقيش .... عضواً

أستاذ في المحاسبة، جامعة اليرموك

الدكتورة ديمة أحمد درادكة .... عضواً

أستاذ مساعد في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك

تاريخ مناقشة الرسالة

2014/5/5

الإهداء

إلى صاحب النهج القويم الذي أنار برسالته الشريفة طريقنا ودربنا وجعلنا نرتقي بمعرفتنا وأفكارنا..الذي جعل لحياتنا معنى بالتزامنا بنهجه وطريقه .. وجعلنا أصحاب رسالة وهمة وهدف.

"النبي المرسل هادي البشرية راقي الخُلق محمد عليه الصلاة والسلام"

إلى الوطن الذي أحببناه وعشنا تحت ظل سماه واستنشقنا عبير نسماته.. الذي أطلقنا طاقاتنا في سبيل رقيه ورفعته وحمل رايته في كل مواقعنا..الوطن الذي نبذل من أجل رقيه ونهضته وصلاحه الغالي والنفيس.

"الأردن الغالي"

إلى الوطن الذي لم نراه ولكنه بقي في عيوننا ومغروساً في قلوبنا وسابحاً في أفكارنا وطيفاً في أحلامنا.. الذي تعمدت أرضه بدماء شهدائه وسمت سمائه بمقاومة أبناءه.. الذي لن تقر أجفاننا حتى يعود وطناً حراً عزيزاً

"فلسطين الحبيبة"

إلى تلك الطاهرة الحبيبة الجميلة..إلى مصدر البهجة ونبع السعادة..إلى من رعت طفولتي وألهمت شبابي فأضحت نهراً نرتوي منه "الصبر والخلق والنقاء"

إلى الذي في قسماته أرى نفسي وفي قسمات وجهي يراني إلى من تعب وصب عرقاً من أجل راحتي..إلى من منحني

"القوة والحكمة والإرادة"

إليكم يا من وصاني الله ببركم.."أمي وأبي"..لن أوفيكم حقوقكم

إلى من هم اقرب إليّ من روحي.. إلى من آنسوني في دراستي وشاركوني كل لحظات السهر والتعب فكانوا خير أخوة

"أخي وأخواتي"

إلى الإخوة الذين لم تلدهم أمي .. إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء إلى ينابيع الصدق الصافي إلى من معهم سعدت، وبرفقتهم في دروب الحياة سررت إلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير

"أصدقائي"

إلى أولئك الأخوة الذين أعرفهم جيداً ولكنهم لا يعرفوني ولكن لم يغيبوا عن قلبي في كل لحظات كتابة الرسالة..أولئك الذين كنت أهرب من بين الكتب والأوراق لأتابع أخبارهم وأطمئن قلبي عن حالهم ..أولئك الذين أدعو الله جل شانه أن أرى نصراً مؤزراً لطريقهم... وأن يجمعني بمن اصطفاه الله عنده.

"أُمتي"

شكر وتقدير

قال تعالى:

"ولا تنسوا الفضل بينكم" البقرة 237

مع اقتراب الخطوة الأخيرة من هذه المرحلة "مرحلة الماجستير" لا يسعني إلا أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان للمشرف على هذه الرسالة

الأستاذ الدكتور أحمد العمري

الذي لم يتوانى في تقديم النصح والمشورة والأفكار والمعلومات في سبيل أتمام هذه الرسالة, وتفضل أخيراً بمناقشتها.

كما أتقدم بالشكر إلى من كان لهم الفضل بعد الله عز وجل في وصولي لهذه المرحلة..أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد..الذين أفاضوا علي من غزير علمهم ومعرفتهم ونصحهم

وأتقدم بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بالمشاركة بمناقشة هذه الرسالة:

الأستاذ الدكتور محمود حسن قاقيش & الدكتورة ديمة أحمد درادكة

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

ملخص الدراسة

عبويني, محمد حكمت. تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان, رسالة ماجستير بجامعة اليرموك, 2014.

إشراف: أ.د أحمد محمد مصطفى العمري

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات في الأردن. وقد تم الحصول على البيانات من بورصة عمان لعينة تتكون من (60) شركة صناعية للعام (2012). حيث تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة, واستقلالية مجلس الإدارة, والملكية المؤسسية, ووجود لجنة تدقيق. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها بالاعتماد على مؤشر توبن (Tobin's Q), كما تم استخدام العائد على الأصول, وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة. وقد تم استخدام طريقة المربعات الصغيرة الاعتيادية (Ordinary Least Square) لاختبار فرضيات الدراسة.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية وزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية الأردنية, كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (10%) بين وجود لجنة تدقيق و قيمة الشركة, بينما لا يوجد تأثير للملكية المؤسسية, واستقلالية مجلس الإدارة, والعائد على الأصول, وحجم الشركة على قيمة الشركات الصناعية الأردنية المتمثلة في عينة الدراسة. وأوصت الدراسة بضرورة زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة لأثر ذلك الايجابي في تنوع خبرات أعضاء المجلس واتخاذهم القرارات الاستثمارية المناسبة, ورفع مستوى الرافعة المالي لتحقيق الوفرات الضريبية, وحل مشكلة الوكالة الناتجة عن الفصل بين الإدارة والمالكين, بالإضافة إلى إخضاع موظفي التدقيق لدورات تدريبيه لرفع مستواهم المهني.

الكلمات المفتاحية: الحاكمية المؤسسية, الرافعة المالية, قيمة الشركات, بورصة عمان.

Abstract

Abweeni, Mohammad Hikmat. The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on Value of Firms Listed on Amman Stock Exchange, Master Thesis in Yarmouk University, 2014.

Supervisor: Prof. Ahmad M. M. Al-Omari

The aim of this study is to examine the impact of corporate governance and financial leverage level on the value of companies in Jordan, using a sample of (60) manufacturing companies listed on the Amman Stock Exchange for the year (2012). Corporate Governance was measured by: board size, board independence, institutional ownership and audit committee. While the firm value was measured by: Tobin's Q.

Return on assets, and firm size were used as control variables. The Ordinary Least Square was used to conduct this study. The results show a highly significant positive relationship between financial leverage and value of firm, it also indicates a significant positive relationship between board size and value of firm, while the audit committee negatively affects the value of the firm at the 0.10 level. In contrast, board independence, institutional ownership, ROA and firm size have no effect on the value of the firm.

Based on the results of the study, the researcher recommends that the board of directors should have more members, allowing for more diversified experience and problem solving skills which may lead to better decision making, in addition to increasing the financial leverage level for tax purposes, as well as being a means of minimizing agency problems. Finally, we recommend more training programs for internal auditors.

Keywords: Corporate Governance, Financial Leverage, Firm Value, Amman Stock Exchange.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 المقدمة

2-1 مشكلة الدراسة وأسئلتها

3-1 أهداف الدراسة

4-1 أهمية الدراسة

5-1 تنظيم الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 المقدمة:

أدت خسارة المستثمرين لأموالهم إلى حالة من عدم الاطمئنان في الاقتصاد العالمي خلال الفترة الأخيرة من القرن الماضي, وتحديدا بعد الأزمات المالية والاقتصادية وإفلاس عدد من البنوك, كما أدى انخفاض قيمة عدد كبير من الشركات وانهيار شركات عالمية مثل شركة إنرون (Enron) للطاقة وورلد كوم (Word com) للاتصالات نتيجة للفساد المالي والإداري من قبل القائمين على إدارتها وعدم الإفصاح الكامل في التقارير المالية عن المعلومات التي يحتاج إليها المستخدمين إلى تراجع ثقة المستثمرين بالإدارة القائمة على أعمال الشركة والبيانات المالية الصادرة عنها (Kenny, 2005).

ويرى Jensen and Meckling (1976) أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة حافز على تقديم مصالحها الخاصة عندما تتعارض مع مصالح الشركة مما يحمل الشركة تكاليف إضافية تُعرف بتكاليف الوكالة (Agency Cost). وعليه فإن غياب الرقابة الفاعلة على سلوك الإدارة يعتبر من أهم الأسباب التي أدت إلى هذه الأزمات, ولذلك أصبح المستثمرون قبل أن يستثمروا رؤوس أموالهم بأي شركة يطلبون البراهين والأدلة على أن الشركة التي يرغبون المساهمة فيها يتم إدارتها حسب الممارسات السليمة للأعمال والتي تضمن تقليل سوء الإدارة وإمكانيات الفساد إلى اقل حد ممكن (يحياوي وبوسلمية, 2012).

وقد أشارت الدراسات إلى العديد من الآليات التي يمكن استخدامها للحد من سوء الإدارة واستغلال موارد الشركة بما لا يخدم هدفها الرئيس. ويرى Gill and Obradovich (2012) أن الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية هما من أهم الآليات التي تساعد الشركة على تحقيق هدفها الرئيس وهو تعظيم ثروة المساهمين.

وقد تزايد الاهتمام بمفهوم الحاكمية المؤسسية باعتباره أحدى وسائل ضبط سلوك الإدارة داخل الشركات في مختلف دول العالم، وإحدى أهم الوسائل المستخدمة لاستكمال عمليات الإصلاح المالي والإداري، وتجنيب الشركة تكاليف الوكالة من خلال تعزيز مبادئ الإفصاح والشفافية, والمساءلة والعدالة, والوضوح، وتحديد مسئوليات وعلاقات كافة الأطراف بشكل واضح، مما يساعد على استغلال موارد الشركة بشكل أفضل, وصولاً بذلك لتعظيم قيمتها السوقية (Cattrysse, 2005).

ويرى Modigliani and Miller (1963) أن قيمة الشركات التي تستخدم الدين في تمويل مشاريعها تفوق الشركات التي تعتمد في تمويلها على الأسهم, وكلما زاد اعتماد الشركة على الدين زادت قيمتها لِما للدين من وفره ضريبية. إلا أن Jensen and Meckling (1976) أوضحا أن استخدام الدين في التمويل يحمل الشركة تكاليف إضافية (تكاليف الوكالة) نتيجة تضارب المصالح بين المالكين والدائنين. ويعتبرا أن الاستخدام الأمثل الدين (الرافعة المالية) في هيكل رأس المال تكون عند الوصول إلى الحد الأدنى من تكاليف الوكالة.

ويرى Jensen (1986) أن استخدام الدين يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة, الأمر الذي يؤدي إلى خفض تكلفة تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال التمويل الخارجي وعليه زيادة فرص النمو. ويرى Myers and Majluf (1984) أن الشركة تفضل التمويل بالدين على الأسهم عند الحاجة إلى التمويل الخارجي, وذلك بناءً على نظرية الإشارة (Signaling Theory) باعتبار أن الشركة ترسل إشارة إيجابية عند استخدام الدين في زيادة رأس المال وإشارة سلبيه عندما تستخدم الأسهم (Ross, 1977). وبحسب نظرية المنفعة المتبادلة (Trade-off Theory) فإن تعظيم القيمة السوقية للشركة تتحقق عند الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل, وذلك عند التساوي بين التكلفة الحدية والمنفعة الحدية لاستخدام الدين في التمويل. من هنا جاءت هذه الدراسة لتختبر تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية الأردنية.

2-1 مشكلة الدراسة وأسئلتها:

شكل غياب الحاكمية المؤسسية أو ضعفها في بعض الأحيان عاملاً رئيساً في ظهور الأزمات المالية والاقتصادية, باعتبار أن الحاكمية المؤسسية تعمل على تنظيم العلاقات وتحديد مسئوليات مجلس الإدارة والمالكين والإدارة التنفيذية للشركة لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح, وذلك في جو من الإفصاح والشفافية, والمسؤولية الاجتماعية, مما يقود الشركة لتجنب مخاطر التعثر والفشل المالي والإداري على مستوى الشركة والاقتصاد الوطني بشكل عام, فضلا عن دورها البارز في تعظيم القيمة السوقية للشركة, مما يضمن لها عنصر لاستمرارية والنمو (Reed, 2002).

والاقتصاد الأردني كغيره من الاقتصاديات النامية يتأثر بالمتغيرات المختلفة في حال عدم الالتزام أو ضعف تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية. وبناء عليه لقي مفهوم الحاكمية المؤسسية وما ارتبط بهِ من آليات داخلية مثل التمويل بالدين اهتماماً متزايدا خلال الفترة الأخيرة, لِما للحاكمية المؤسسية والرافعة المالية من أهمية على صعيد الشركة, والاقتصاد الوطني (Gill and Obrodovich, 2012). لذا جاءت مشكلة الدراسة الحالية في التساؤل الرئيس التالي:

ما أثر تطبيق معايير الحاكمية المؤسسية واستخدام الرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات؟ وينبثق عن هذا التساؤل الأسئلة الفرعية الآتية:

1- ما أثر حجم مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؟

2- ما أثر الملكية المؤسسية على القيمة السوقية للشركة؟

3- ما أثر استقلالية مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة؟

4- ما أثر وجود لجنة تدقيق على القيمة السوقية للشركة؟

5- ما أثر استخدام الدين (الرافعة المالية) وما يصاحبها من زيادة مخاطر الإفلاس على قيمة السوقية للشركة؟

6- ما أثر العوامل الضابطة التالية على القيمة السوقية للشركة:

- حجم الشركة.

- معدل العائد على الأصول.

3-1 أهداف الدراسة:

بناءً على ما جاء في مشكلة الدراسة وأسئلتها, يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة, وذلك من خلال تحديد العلاقة بين كل من:

1- حجم مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

2- استقلالية مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

3- وجود لجنة تدقيق والقيمة السوقية للشركة.

4- الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة

5- استخدام الدين (الرافعة المالية) وما يصاحبها من زيادة مخاطر الإفلاس والقيمة السوقية للشركة.

6- العوامل الضابطة التالية والقيمة السوقية للشركة:

- حجم الشركة.

- معدل العائد على الأصول.

4-1 أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية موضوع الحاكمية المؤسسية, حيث إن ضعف نظام الحاكمية المؤسسية يؤدي إلى نتائج سلبية كثيرة, فعلى مستوى الاقتصاد تؤدي خسارة المستثمرين لأموالهم والأفراد لوظائفهم إلى ارتفاع نسبة البطالة وما يتبعها من تفاقم مشاكل الفقر وعدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي, أما على مستوى الشركة فإن الآثار السلبية لضعف الحاكمية المؤسسية تتمثل في التكاليف الإضافية التي تتكبدها الشركة مثل تكاليف الوكالة والتكاليف القانونية, فضلا عن الصورة الإعلامية السيئة التي تؤدي إلى الإضرار بسمعة الشركة وبالتالي مقاطعة المستهلكين لها وخسارة الحصة السوقية لصالح الشركات التي تعمل بمسؤولية اتجاه المجتمع (Jackson and Nelson, 2004).

لذا يحظى مفهوم الحاكمية المؤسسية باهتمام الكثير من الباحثين في مختلف أنحاء العالم, وهنالك العديد من الدراسات التي تناولت هذه المفهوم من مختلف جوانبه. وتبرز أهمية هذه الدراسة من خلال بحث تأثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات الصناعية في الأردن للعام (2012), وذلك بأخذ عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية (حجم مجلس الإدارة, والملكية المؤسسية, واستقلالية مجلس الإدارة, ووجود لجنة تدقيق) وهي المتغيرات التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة في الأردن عند قياس الحاكمية المؤسسية بشكل مجتمع حسب علم الباحث, كما يمكن أن تساعد نتائج هذه الدراسة الجهات المعنية في تطبيق الحاكمية المؤسسية والجهات التشريعية في الدولة لمعرفة الآثار المترتبة على التزام الشركات الصناعية الأردنية بمعايير الحاكمية المؤسسية, بالإضافة إلى أنها تشكل إثراء للدراسات السابقة بالنسبة للباحثين والمهتمين في هذا المجال.

5-1 تنظيم الدراسة:

تقوم هذه الدراسة باختبار أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان, ومن أجل الإلمام بكافة الجوانب المتعلقة بهذا الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى ست فصول:

الفصل الأول: ويمثل الإطار العام للدراسة والذي يتضمن مشكلة الدراسة وأسئلتها, وأهداف الدراسة, وأهمية الدراسة.

الفصل الثاني: ويمثل الإطار النظري للدراسة, بحيث ينقسم هذا الفصل إلى مبحثين يتناول المبحث الأول إطار عام للنظريات التي قامت عليها الدراسة أما المبحث الثاني فيتناول مفاهيم عامة, وذلك لفهم تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على القيمة السوقية للشركة.

الفصل الثالث: ويشمل الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية, وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

الفصل الرابع: ويتضمن التعريف بمجتمع وعينة الدراسة, ومصادر الحصول على المعلومات, ومتغيرات الدراسة وطرق قياسها, بالإضافة إلى تحديد النموذج المستخدم لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة.

الفصل الخامس: يناقش هذا الفصل من الدراسة نتائج التحليل ومشكلات التحليل واختبار الفرضيات.

الفصل السادس: ويتضمن أهم النتائج والاستنتاجات التي خلصت إليها الدراسة, بالإضافة إلى ما أوصى به الباحث بناء على النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

2-1 المقدمة

2-2 المبحث الأول: إطار عام لنظريات الدراسة

2-2-1 نظرية تسلسل أولويات التمويل (Pecking Order Theory):

2–2–2 نظرية الوكالة (Agency Theory):

2-2-3 نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory):

2-3 المبحث الثاني: مفاهيم عامة

2-3-1 الحاكمية المؤسسية

2-3-2 نشأة الحاكمية المؤسسية وتعريفاتها

2-3-3 أهمية الحاكمية المؤسسية (كأداة لتحقيق أهداف الشركة)

2-4 العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و الرافعة المالية وأثرها على قيمة الشركة

2-5 مبادئ الحاكمية المؤسسية في الأردن

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

1-2 المقدمة:

إنّ تعظيم ثروة المساهمين هو من أهم أهداف الشركات المساهمة العامة التي تسعى إلى تحقيقها, وذلك من خلال زيادة القيمة السوقية للشركة, ويرى Gill and Obradovich (2012) أنَّ من المهم دراسة كل العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة, وَيَعتبر أن (الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية) هما من أهم العوامل التي من الممكن أن تؤثر على قيمة الشركة, خاصة بعد أن أظهرت الأزمات المالية والاقتصادية وما شهده العالم من تداعيات الانهيارات المالية والمحاسبية للعديد من الشركات العالمية, نتيجة للفساد المالي والإداري من قبل القائمين على إدارتها ضرورة إتباع إجراءات رقابية للحفاظ على ثروة المساهمين الأمر الذي دفع بالمهتمين والباحثين إلى دراسة تأثير تبني الشركة للحاكمية المؤسسية من مختلف الاتجاهات بالاعتماد على عدد من النظريات التي تعتبر القاعدة الأساس لهذا الموضوع (Asian Development Bank Institute, 2004).

كما تعتبر القرارات المرتبطة بهيكل رأس المال من أكثر القرارات التي تتخذها الإدارة تعقيدا والتي تهدف لتحديد هيكل رأس المال الأمثل من أجل تعظيم القيمة السوقية للشركة, وذلك عن طريق الوصول إلى الحد الأدنى لتكاليف التمويل. ويُعتبر Modigliani and Miller أول من تناولا موضوع هيكل رأس المال وما يترتب عليه من أثار بالنسبة للشركة في دراسة أجريت عام (1958) مفترضة مثالية السوق المالي وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس المال, بحيث تعتمد قيمة الشركة فقط على الربحية وليس على الطريقة التي تمول الشركة فيها المشاريع, إلا أن هذه الدراسة شكلت دافع لدى الباحثين لدراسة تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركة.

وبناءً على ما سبق يعرض الباحث في هذا الفصل إطاراً نظرياً لفهم تأثير مبادئ الحاكمية المؤسسية ومدى استخدام الرافعة المالية (هيكل رأس المال) على القيمة السوقية للشركة, بحيث ينقسم هذا الفصل إلى مبحثين المبحث الأول يعرض إطار عام للنظريات التي شكلت أساس الدراسة والمبحث الثاني يتناول المفاهيم التي بنيت عليها الدراسة.

2-2 المبحث الأول: إطار عام لنظريات الدراسة:

ذكر Kiel and Nicholson (2003) عدد من النظريات المرتبطة بمفهوم الحاكمية المؤسسية وما لها من تأثير على قيمة الشركة أو أدائها, ومنها نظرية Jensen and Meckling (1976) التي توصلت إلى أن القيمة السوقية للشركة تتأثر بمشكلة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المالكين والإدارة أو بين المالكين والدائنين والتي أسمياها نظرية الوكالة (agency theory). ويرى Jensen (1986) أن مشكلة الوكالة تزداد مع توافر التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory). كما يؤدي الفصل بين الملكية والإدارة إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) باعتبار أن الإدارة تمتلك معلومات لا تتوفر لدى المستثمرين الخارجيين وهو الأساس الذي تعتمد عليه نظرية تسلسل أولويات التمويل Pecking Order Theory (Myers and Majluf, 1984).

1-2-2 نظرية تسلسل أولويات التمويل (Pecking Order Theory):

تعود جذور هذه النظرية إلى دراسة أجراها (Donaldson) في عام (1961) حول السلوكيات التمويلية للشركات, وتوصل الدراسة إلى أن الإدارة تفضل تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال استخدام مصادر التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) باحتجاز جزء من الأرباح السنوية للشركة لغايات تمويل مثل هذه الفرص, مع وجود بعض الاستثناءات في حال وجد ضرورة لاستخدام مصادر التمويل الخارجي.

وقد نصَّت النظرية على التدرج في استخدام مصادر التمويل حسب تكلفة كل مصدر بحيث يكون الاعتماد بالدرجة الأولى على التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) باعتباره أقل مصادر التمويل تكلفة وعليه يجب تكييف سياسة توزيع الأرباح بما يتناسب مع الفرص الاستثمارية المتاحة و في حال وجود حاجة للتمويل الخارجي تلجأ الشركات بالدرجة الأولى إلى التمويل من خلال الدين ثم التمويل بحقوق الملكية (Myers, 1984).

وتشير هذه النظرية إلى أنه في حال عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح بما يخص القيمة الفعلية للعمليات الموجودة في الشركة فإن التمويل الخارجي والمتمثل بالديون وحقوق الملكية سيكون أكثر تكلفه مقارنة مع التمويل الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة (Zurigat, 2009).

ويرى Myers and Majluf (1984) أن حالة عدم تماثل المعلومات تؤدي إلى سوء تسعير الأسهم في الشركة مما يتسبب بفقدان ثروة المساهمين, وبالتالي من الأفضل للشركات أن تلجأ إلى إصدار الأسهم فقط في حال تضخم القيمة السوقية (Overvalued) وإصدار السندات في حال كانت الشركة مقدرة بأقل من قيمتها (Undervalued), وذلك حفاظاً على قدرة الاقتراض لديها، مما يزيد من مرونتها المالية (Financial Flexibility) للحصول على كافة الفرص الاستثمارية المتاحة (Myers, 1977).

وعليه فإن مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) بين الإدارة والمستثمرين الخارجيين والتي نتج عنها ما يعرف بنظرية الإشارة (Signaling Theory) لها تأثير مهم على قيمة الشركة, فعند إصدار الشركة للسندات تبعث بإشارة إيجابية عن الشركة وأدائها وهو ما يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة, أما عندما تصدر الشركة أسهم ترسل بإشارة سلبية مما يؤدي إلى مشكلة الاختيار المعاكس (Adverse selection) وهو ما يؤثر سلباً على قيمة الشركة (Ross, 1977).

2-2-2 نظرية الوكالة (Agency Theory):

تقوم نظرية الوكالة على العلاقة بين المديرين والمالكين والدائنين في الشركات المساهمة العامة, وتعود جذور هذه النظرية إلى آدم سميث (Adam Smith) في القرن الثامن عشر عندما ناقش قضية الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه (The Wealth of Nations) والتي نتج عنها ما يعرف بمشكلة الوكالة (Agency Problem), ومع بداية تسعينيات القرن الماضي قام Berle and Means (1932) بنشر كتاب تحت عنوان (The Modern Corporate and Private Property) يستعرض فيه تطور الشركات التجارية الكبيرة من المنظور القانوني والاقتصادي, وأضاف انه في عالمنا المعاصر انفصلت ملكية الشركة عن إدارتها من الناحية القانونية, كما وأن الإدارة تمتاز بالأنانية عند تعلق الأمر بمصالحها, وهذا السلوك يؤدي إلى خسارة المساهمين لمصالحهم التي تتعارض ومصالح الإدارة (Shleifer and Vishny, 1997).

أما الإطار الحديث لنظرية الوكالة يعود إلى Jensen and Meckling (1976) حين قدما تعريفاً شهيراً لنظرية الوكالة وهي: علاقة يلجأ بموجبها أشخاص (المالكين) لخدمات شخص أخر (المدير) لكي يقوم ببعض المهام, ويروا أن الفصل بين الملكية والإدارة يعطي الإدارة حافز على تقديم مصالحها عندما تتعارض مع مصالح الشركة مما يحمل الشركة تكاليف إضافية تُعرف بتكاليف الوكالة (Agency Cost) والتي قسماها إلى تكاليف رقابية وتكاليف ربط والخسائر المتبقية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة. كما ويؤدي فصل الملكية عن الإدارة إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) وذلك لأن الإدارة تمتلك معلومات لا تتوافر لدى المساهمين الأمر الذي يؤدي إلى ما يعرف بـ الاختيار المعاكس (Adverse Selection) والمخاطر الأخلاقية (Moral Hazard) بسبب استخدام تلك المعلومات بما يخدم مصالح الإدارة (Myers and Majluf, 1984), وهذا التضارب يضاعف من تكاليف الوكالة الذي بدوره يزيد من تكاليف التمويل

الخارجي وبالتالي زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة.

ويرى Jensen and Meckling (1976) إن من وسائل تقليل التضارب بين المالكين والإدارة استخدام الدين في التمويل ولكن هذا النمط من التمويل يُنشئ نوعاً أخراً من التضارب بين المساهمين والدائنين بسبب مشكلة نقل الثروة (Asset Substitution Problem) مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل بالدين نتيجة لمطالبة الدائنين علاوة مخاطرة, الأمر الذي يجبر الشركة للتخلي عن بعض الفرص الاستثمارية مؤدياً إلى تراجع الاستثمار (Under Investment Problem) وعليه تفقد الشركة من قيمتها السوقية.

3-2-2 نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory):

غالباً ما ترتبط التدفقات النقدية الحرة بمشكلة الوكالة داخل الشركة باعتبارها تشكل حافزاً للمديرين على العمل لتحقيق مصالحهم الخاصة, حيث تُعرف التدفقات النقدية الحرة حسب (Jensen, p. 323 1986) بأنها "الفوائض من التدفقات النقدية بعد قيام الشركة بتمويل جميع مشاريعها الاستثمارية التي يكون صافي القيمة الحالية لها موجب".

وبحسب Brigham and Ehrhardt (2010) فإن:

التدفقات النقدية الحرة = صافي المبيعات – المصارف التشغيلية – مصاريف الضرائب – المطلوبات لتمويل الفرص الاستثمارية.

وأشار Jensen (1986) أن تضارب المصالح بين المستثمرين والمديرين وما ينتج عنها من تكاليف (تكاليف الوكالة) يزداد بشكل كبير في الشركات التي يرتفع فيها حجم التدفقات النقدية الحرة وذلك بسبب اعتقاد المستثمرين بأن المديرين يستغلون موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الشخصية مما قد

يؤدي إلى نقل ثروة المساهمين إلى المديرين وبالتالي تزداد تكاليف الوكالة وتنخفض القيمة السوقية للشركة.

كما ويرى Jensen (1986) أن المديرين يميلون إلى إنفاق التدفقات النقدية الحرة في مشاريع عادةً ما تكون غير مجدية اقتصادياً مما يُحمل الشركة تكاليف إضافية أسماها Stulz (1990) بتكاليف المبالغة في الاستثمار (Over-Investment Cost).

وأضاف Jensen (1986) بأنه إذا امتلكت الشركات فائضاً نقدياً فمن الأفضل دفع هذا النقد كأرباح أو استخدام التمويل بالدين من أجل الحد من الأموال المتاحة، وبالتالي تجنب الشركة تكاليف الوكالة. الأمر الذي وافقهُ عليه Rozeff (1982) حيث أشار إلى توزيع الأرباح على المستثمرين كأداة لتقليل الموارد المتاحة في الشركة مما يُجنب سوء استخدام التدفقات النقدية الحرة من قبل الإدارة وبالتالي يحُدّ من تكاليف الوكالة.

وقد أشار Jensen (1986) أن التمويل باستخدام الدين يعتبر من أكثر الوسائل فاعلية للحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة وذلك لان استخدام الدين يشكل التزاماً على الشركة يجب الوفاء بهِ, وإلا تعرضت الشركة لمخاطر الإفلاس في حال عدم القدرة على السداد وبالتالي تقل قدرة المديرين على الاستثمار في مشاريع غير مجدية اقتصاديا مما يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة.

ولكن زيادة استخدام الدين للحد من تضارب المصالح بين المديرين والمستثمرين الناتج عن التدفقات النقدية الحرة يخلق نوعاً أخر من التضارب بين المساهمين والدائنين في هذه الحالة بسبب ما يُعرف بمشكلة نقل الثروة (Asset Substitution Problem) مما قد يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل بالدين نتيجة لمطالبة الدائنين علاوة مخاطرة (Jensen and Meckling, 1976).

ويشير سليمان (2006) إلى أن ظهور نظرية الوكالة وما أدت إليه من مشكلات كعدم تماثل المعلومات وما نشأ عنها نتيجة لتضارب المصالح بين المديرين والمستثمرين من جهة والدائنين والمستثمرين من جهة أخرى أدى إلى ضرورة وجود إجراءات رقابية للحد من التلاعب المالي والإداري من قبل أعضاء مجلس الإدارة للحفاظ على مصالح المساهمين.

2-3 المبحث الثاني: مفاهيم عامة

2-3-1 الحاكمية المؤسسية

يُعد مفهوم الحاكمية المؤسسية من أهم الموضوعات التي تحتاج إلى دراسة تفصيلية, وقد اكتسب هذا المفهوم أهمية كبير في الشركات المساهمة العامة باعتباره من إحدى الوسائل المستخدمة للحد من الفساد المالي والإداري الذي كان سبباً في الانهيارات المالية والاقتصادية وإفلاس العديد من الشركات العملاقة في الآونة الأخيرة, كما وشكلت الحاكمية المؤسسية منذ نشأتها عاملا مهما في تحسين قيمة الشركة وخاصة في الاقتصاديات الناشئة, ويُعتقد على نطاق واسع أن جودة الحاكمية المؤسسية تلعب دورا مهما في تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة القيمة السوقية للشركة (Rouf, 2011). وقد أوضحت العديد من الدراسات العلاقة الايجابية بين جودة الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة باعتبار أن الحاكمية المؤسسية أحد الوسائل المطروحة لحل مشكلة الوكالة وما يترتب عليها من تكاليف (Brigham and Ehrhardt, 2010).

الأمر الذي دفع بالمهتمين والباحثين إلى دراسة دور وتأثير وأهمية وهياكل الحاكمية المؤسسية من مختلف الاتجاهات. وفيما يلي عرض مختصر لتعريف وأهمية الحاكمية المؤسسية وعلاقتها بالرافعة المالية والقيمة السوقية للشركة.

2-3-2 نشأة الحاكمية المؤسسية وتعريفاتها:

تعتبر بداية الحاكمية المؤسسية عندما تداعت الدول لتشجيع الشركات على تبني معايير لحاكمية الشركات, حيث أُنشئت لجنة كادبري (Cadburd Committee) في المملكة المتحدة وقد تم إصدار أول تقرير لها عام (1992) بعنوان الأبعاد المالية لحاكمية المؤسسات (The Financial Aspects of Corporate Governance) والذي طالبت فيه الشركات بإتباع معايير الحاكمية المؤسسية لتحسين عملية اتخاذ القرار والرقابة على الأعمال وذلك بعد نقص ثقة الجمهور في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات (سليمان, 2006).

كما قدمت اللجنة تعريفاً مختصراً للحاكمية المؤسسية باعتبارها نظام يتم من خلاله إدارة الشركات وضبط العمليات فيها (Cadbury, 1992). وهو ما توافق عليه كل من (John and Senbet, 1998) و(Cattrysse, 2005) و(Gopalsamy, 1998) فقد عرفوها على أنها مجموعة من الإجراءات والأنظمة التي تدير الشركة في أفضل طريق لتحقيق أهداف أصحاب المصالح.

وفي عام (1993) صدر تقرير روتمان Rutteman (1993) والذي أوصى بأهمية احتواء تقارير الشركات المدرجة في البورصة على نظم الرقابة الداخلية (Internal Control System) المطبقة في الشركة للحفاظ على الموجودات. وفي عام (1995) صدر تقرير Greenbury (1995) الذي اهتم بالمكافآت والمزايا التي يحصل عليها أعضاء مجلس الإدارة, كما وأوصى بتشكيل لجنة تُعنى بمراجعة وتقييم المعايير التي تحدد المكافآت بحيث تتناسب مع الأداء.

وقد أخذت تشريعات الحاكمية المؤسسية منحناً أخراً بعد الأزمات المالية والاقتصادية وإفلاس شركات كبرى في الولايات المتحدة عام (2001) نتيجة للفساد المالي من قبل القائمين على إدارتها وتواطؤ بعض مدققي الحسابات, الأمر الذي دفع الولايات المتحدة إلى إصدار قانون (Sarbanes – Act

Oxley) في عام (2002) والذي يعتبر أحد أهم تشريعات الأوراق المالية الصادرة عن الكونغرس الأميركي (Carroll and Buchholtz, 2006).

ويهدف هذا القانون إلى إعادة ثقة الجمهور بإدارة الشركة وحماية حقوق المستثمرين والحد من خطر الانهيارات المستقبلية, وركز القانون على أهمية الحاكمية المؤسسية في القضاء على الفساد الذي تواجه الشركات من خلال تفعيل دور الأعضاء غير التنفيذيين بحيث يكون غالبية مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين وتحديد مسئولياتهم داخل المجلس أو داخل اللجان التابعة له (SOX, 2002).

وعلى المستوى الدولي يعتبر تقرير منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (Organization For Economic CO-Operating and Development) الصادر بعنوان مبادئ الحاكمية المؤسسية (Principles of Corporate Governance) في عام (1999) أول اعتراف دولي بمفهوم الحاكمية المؤسسية. وقد وافق أعضاء المنظمة (OECD) في عام (2004) على صياغة معدلة لمبادئ الحاكمية المؤسسية التي وردت في التقرير الصادر (1999).

وتبنت المنظمة كذلك تعريفاً للحاكمية المؤسسية والذي يُعتبر من أكثر التعريفات شمولاً ألا وهو: العلاقات التي تربط بين المدير ومجلس الإدارة والمساهمين والأطراف ذات العلاقة بالشركة والتي يتم بواسطتها توضيح أهداف الشركة والوسائل من أجل تحقيق الأهداف, لذا فإن الحاكمية الجيدة هي التي توفر الحافز المناسب لمجلس الإدارة والمدير التنفيذي لتحقيق هدف الشركة (OECD, 2004).

كما وقُدمت العديد من التعريفات المختلفة لمصطلح الحاكمية المؤسسية من وجهة نظر القانونيين والاقتصاديين والمحللين, حيث انه لا يوجد تعريف واحد متفق عليه بين كل هذه الجهات, ويعود السبب في ذلك إلى الظروف الاجتماعية والاقتصادية والتنظيمية المتباينة (Rouf, 2011).

وقد قام Gillan (2006) بدراسة موضوع الحاكمية المؤسسية وجمع وجهات نظر الباحثين في تعريف الحاكمية المؤسسية وعرضها في ثلاثة محاور رئيسة أولها توجيه أداء الشركات ورقابتها, حيث عرفتها لجنة (Cardon, 1998) بأنها مجموعة من القوانين القابلة التطبيق في مجال توجيه ورقابة أداء الشركات. كما وعرفها Donaldson (1990) بـِ الإطار الذي يتم من خلاله رقابة أداء المديرين. وهو ما يتفق مع تعريف لجنة (Cadbury, 1992).

أما المحور الثاني فيتعلق بالأطراف ذات الصلة بالحاكمية المؤسسية وتحديد مسئولياتهم, حيث عرفتها لجنة Peters (1997) بأنه قانون لإدارة وتوجيه أولئك المرتبطين مع الشركة. وهو ما تضمنه تقرير (Millstein, 1998) حين عرف الحاكمية المؤسسية.

وأشار المحور الثالث إلى أهداف الحاكمية المؤسسية وأهميتها بالنسبة لأصحاب المصالح, بحيث عُرفت الحاكمية المؤسسية بأنها: الطرق التي يتمكن من خلالها أصحاب الأموال في الشركات ضمان حقوقهم مع حصولهم على عائد من استثمار أموالهم (Shleifer and Vishny, 1997). وهو ما وافق عليه Fredman (2003) الذي عرفها بـِ العملية التي يتم من خلالها إدارة أعمال الشركات وفقاً لرغبات حملة الأسهم لتحقيق العوائد المجزية لهم وتعظيم ثرواتهم.

2-3-3 أهمية الحاكمية المؤسسية (كأداة لتحقيق أهداف الشركة):

شكلت حاجة الشركات المساهمة العامة لمبادئ الحاكمية المؤسسية أهم مطلب باعتبار أن جودة الحاكمية المؤسسية تحد من الفساد المالي والإداري للقائمين على إدارة الشركة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين فيها وهو ما تسعى الشركات المساهمة العامة إلى تحقيقه (Gill and Obradovich, 2012). كما وبرزت أهمية الحاكمية المؤسسية باعتبارها إحدى الوسائل التي تحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المديرين والمستثمرين من جهة والدائنين والمستثمرين من جهة أخرى وما يترتب عليها من تكاليف (Brigham and Ehrhadt, 2010). ومن هنا جاء اهتمام

الباحثين من مختلف التخصصات بموضوع الحاكمية المؤسسية وما ترتب عليها من أثار تتعلق بالمساهمين والمديرين وأصحاب المصالح والعلاقات التي تجمع هذه الأطراف وتحديد مسئوليات كل طرف.

كما توفر الحاكمية المؤسسية نظاماً عاماً للشركة يتم من خلاله توضيح أهداف الشركة وتحديد وسائل إنجاز هذه الأهداف ومراقبة الأداء, فالحاكمية الجيدة للمؤسسات تؤدي إلى تحقيق الأهداف التي تكون في مصلحة الشركة ومساهميها وتسهل عملية الرقابة الفعالة من خلال إيجاد الحوافز المناسبة لمجلس الإدارة والمدير التنفيذي لتحقيق أهداف الشركة (سليمان, 2006).

ويعتبر تعزيز مبادئ الحاكمية المؤسسية من العمليات الضرورية لأي شركة من أجل القيام بوظائفها بالشكل الأمثل، والتأكيد على نزاهة أعضاء مجلس الإدارة فيها وكذلك ضمان تحقيق أهداف الشركة بالشكل الاقتصادي والقانوني الأمثل, كما تعتبر أيضا أداة جيدة تمكن المجتمع من التأكد من حسن إدارة الشركات بأسلوب علمي يؤدي إلى حماية أموال المساهمين وتوفير معلومات عادلة وشفافة لكافة الأطراف ذات العلاقة بالشركة، وفي نفس الوقت أداةً جيدة للحكم على أداء مجالس إدارة الشركات ومحاسبتهم على ما حققوا من أهداف (علي وشحاتة, 2007).

وقد أشارت العديد من الدراسات على أهمية الحاكمية المؤسسية في تحقيق أهداف الشركة, ففي دراسة مسحية قام بإعدادها فريق من البنك الدولي بالتعاون مع مجلة المستثمر المؤسسي (Institutional Investor Magazine) تشير إلى أن ما نسبته (89%) من المستثمرين الذين تتكون منهم عينة الدراسة على استعداد لدفع سعر أعلى لأسهم الشركات التي تطبق معايير الحاكمية المؤسسية بشكل جيدة.

4-2 العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية وأثرها على قيمة الشركة:

تُعد عملية توفير مصادر التمويل وحصول الشركة على الأموال من أهم العمليات لاستمرار نشاط الشركة والعمل على تحقيق أهدافها, لذا تعمل الشركات على امتلاك مصادر تمويل مناسبة لتحقق أعلى نسبة أرباح لاستثماراتها وبأقل درجة مخاطره. وبحسب نظرية تسلسل أولويات التمويل تلجا الشركات بداية إلى التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) وفي حال وجود حاجة للتمويل الخارجي تلجأ الشركات أولا إلى التمويل باستخدام الدين ثم التمويل بحقوق الملكية (Myers, 1984).

ويرى Maxwell and Stephens (2003) أن المساهمين (Shareholders) عادة يفضلون استخدام نسبةٍ أعلى من الديون في تمويل استثماراتهم لتضخيم العائد على هذه الاستثمارات لما للديون من وفره ضريبية الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم ثروات المساهمين. وتعتمد قدرة الشركة في جذب الممولين (Bondholders) لاستثمار أموالهم في الشركة على العوائد المتوقعة ودرجة المخاطرة إضافة إلى ثقة الممولين في الشركة والتي تعتمد على مدى تطبيق الشركة للتشريعات والقوانين التي تحافظ على استثماراتهم (Toledo, 2009).

فقد نص المبدأ الرابع للحاكمية المؤسسية الصادر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (Organization For Economic CO-Operating and Development) على الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي تنشأ نتيجة للاتفاقيات المتبادلة, ويشمل المبدأ أيضا على ضمان توفير مصادر التمويل الخارجي سواء على شكل أسهم أو سندات, وتشجيع أصحاب المصالح على استثمار أموالهم في الشركة.

ويعتبر التمويل بالدين (الرافعة المالية) أحد آليات الحاكمية المؤسسية الأمر الذي أشار إليه Jensen (1986) باعتبار أن التمويل باستخدام الدين من أكثر الوسائل الفعالة والقادرة على الحد من مشكلة الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة؛ لان استخدام الدين يشكل التزام على الشركة يجب الوفاء

بهِ, وإلا تعرضت الشركة لمخاطر الإفلاس في حال عدم القدرة على السداد وبالتالي تقل قدرة المديرين على الاستثمار في مشاريع غير مجدية اقتصاديا مما يؤدي إلى تقليل تكاليف الوكالة.

وقد توصل Laporta *et al.* (2002) انه في حال تبنت الشركة مبادئ الحاكمية المؤسسية وطبقتها بشكل جيد فإنها لا تزيد فقط من إمكانية الشركة في الحصول على مصادر التمويل الخارجي, وإنما ينعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة, ورغبة المستثمرين لدفع سعر أعلى لأسهم الشركات التي تطبق معايير الحاكمية المؤسسية بشكل جيد.

وهو ما أشار إليه Cremers *et al.* (2004) باعتبار أن تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية بشكل جيد يقلل من تحصين المديرين وحرية التصرف في شؤون الشركة بما يخدم مصالحهم الخاصة الأمر الذي ينعكس بشكل ايجابي على القيمة السوقية للشركة, كما يزيد من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها بالنسبة للدائنين وبالتالي إمكانية حصول الشركة على التمويل بتكاليف اقل, ويرى Shleifer and Vishny (1997) أن تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية بشكل جيد يؤدي إلى:

1- اطمئنان الممولين في الحصول على عوائد استثماراتهم.

2- تأكد المستثمرين بأن الإدارة لن تهدر المال الذي يستثمرونه.

3- تأكيد بأن الشركة لن تستثمر في مشاريع غير مجدية اقتصاديا.

4- مراقبة الممولين لعمل الإدارة.

يهدف المساهمون من استثمار رؤوس أموالهم تعظيم ثرواتهم ولكن كثيراً منهم لا يمتلك الوقت أو الخبرة الكافية لإدارة شؤون الشركات بشكل يومي مما يدفعهم إلى تعيين إدارة من ذوي الخبرة تسعى إلى تحقيق أهداف الشركة, ولكن المديرين في الغالب ليسو مالكو الشركة ولن يتحملوا وطأة ضياع الاستثمارات في حال خسارة الشركة, وينبني على ذلك احتمال اتخاذهم قرارات تضر بمصالح الشركة

أو تقلل من استثماراتها عندما تتعارض مصالح الشركة مع مصالحهم الشخصية, لذا يجب أن تتبنى إدارة الشركة إجراءات رقابية لتشجيع المستثمرين وتعزيز ثقتهم بإدارة الشركة (مركز المشروعات الدولية الخاص, 2005).

كما أظهرت الدراسات أن الحاكمية الجيدة للمؤسسات مهمة لإعطاء قيمة لجميع أصحاب المصالح داخل الشركة (Stakeholders), وتحسين أداء الشركة عن طريق إنشاء بيئة محفزه للمديرين لتحقيق أعلى قدر ممكن من العائد على الاستثمار وبناء على ذلك يتهيأ للشركة الفرصة لاستقطاب الكفاءات على الصعيد العالمي كما وتعزز النزاهة والشفافية والمساءلة في إدارة الشركة ومجلس الإدارة وهو ما يضمن التوافق بين مصالح المستثمرين والإدارة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة (Shil, 2008).

وتؤثر جودة الحاكمية المؤسسية على نمو الشركة وتطورها وذلك عن طريق زيادة مصادر التمويل الخارجي وتعظيم القيمة السوقية للشركة مما يؤدي إلى تخفيض البطالة وزيادة نمو الاقتصاد على الصعيد المحلي وزيادة الاستثمارات, وتحسن الحاكمية المؤسسية الأداء التشغيلي للشركة عن طريق توزيع الموارد وإدارتها بالشكل الأفضل وهذا يؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين وتوطيد العلاقات مع أصحاب المصالح في الشركة. وتقلل الحاكمية الجيدة للمؤسسات مخاطر الإفلاس التي تتعرض لها الشركة (Claessens, 2003).

2-5 مبادئ الحاكمية المؤسسية في الأردن:

يعتبر مصطلح الحاكمية المؤسسية المرادفة الأنسب لمفهوم (Corporate Governance) والذي اعتمده مجمع اللغة العربية الأردني في عام (2004), حيث تضمنت التشريعات والقوانين الأردنية العديد من النصوص المتعلقة بالحاكمية المؤسسية. ويعتبر قانون الشركات الصادر سنة (1997) وتعديلاته وقانون تنظيم أعمال شركات التأمين الصادر سنة (1999) وتعديلاته وقانون البنوك وقانون

الأوراق المالية وتنظيم مهنة المحاسبة القانونية من أهم التشريعات والقوانين الأردنية التي ترتبط بالحاكمية المؤسسية (طريف, 2003).

وقد برز تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية في الشركات المساهمة العامة بعد أن قامت هيئة الأوراق المالية عام (2005) بوضع إطار لمفهوم الحاكمية المؤسسية عن طريق إصدار دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان, وأصبح على الشركات الالتزام بما جاء فيه اعتبارا من (1-1-2009), ويهدف هذا الدليل إلى تنظيم علاقات الشركات وتحديد المسئوليات لحماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح, ويعتمد هذا الدليل على قانون الأوراق المالية ومبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (هيئة الأوراق المالية, 2009).

كما قامت هيئة الأوراق المالية (2010) بعرض قواعد الحاكمية المؤسسية ضمن فهرس لتحديد القواعد الإلزامية والإرشادية التي يجب على الشركة إتباعها, بحيث يجب على الشركات التقيد بالقواعد الإلزامية, أما القواعد الإرشادية فيتم تطبيقها ضمن أسلوب الالتزام أو تبرير عدم الالتزام (Comply or Explain) أي في حال عدم التقيد فيها يجب على الشركة تبرير ذلك.

ومؤخراً أصدرت دائرة مراقبة الشركات دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات ذات المسؤولية المحدودة, والمساهمة الخاصة, والشركات المساهمة العامة غير المدرجة في بورصة عمان. ويطلب هذا الدليل من الشركات الالتزام أو تبرير عدم الالتزام (Comply or Explain) في تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية في المرحلة الأولى (دائرة مراقبة الشركات, 2013).

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

3-1 المقدمة

3-2 الدراسات السابقة

3-3 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

1-3 المقدمة

أجريت العديد من الدراسات في مختلف بلدان العالم لدراسة تأثير الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة. ويعتقد على نطاق واسع أن الحاكمية المؤسسية تشكل عاملاً مهماً في تحسين القيمة السوقية للشركة, ومع ذلك فإن العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة تختلف من بلد إلى أخر بسبب بنية الحاكمية المؤسسية الناتجة عن الظروف الاجتماعية والاقتصادية والتنظيمية المتباينة (Rouf, 2012). كما هو الحال أيضاً مع الرافعة المالية التي لديها تأثيرات مختلفة على قيمة الشركة من بلد إلى أخر ويرجع السبب إلى الشرائح الضريبية المختلفة والقوانين الضريبية في مختلف البلدان. ويتناول هذا الفصل الدراسات السابقة المتعلقة بالدراسة.

2-3 الدراسات السابقة:

فيما يلي سيتم استعراض بعض الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت موضوع الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية وقيمة الشركة والعلاقة بين هذه المتغيرات وذلك حسب التسلسل الزمني لها:

- **الدراسات العربية:**

1- دراسة قباجة (2008) بعنوان :

"أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات في فلسطين. حيث تم الحصول على بيانات الدراسة من سوق فلسطين للأوراق المالية لعينة مكونة من (20) شركة

اختيرت بشكل عشوائي من مجتمع الدراسة البالغ (28) شركة في عام (2005). وتم بناء مؤشر لقياس الحاكمية مكون من خمس مؤشرات فرعية وهي: حقوق المساهمين, ودور أصحاب المصالح, والإفصاح والشفافية, ومسئوليات مجلس الإدارة, والتدقيق الداخلي. أما الأداء المالي فقد تم قياسه من خلال العائد على حقوق الملكية, والعائد على الاستثمار, وسعر السهم إلى الربحية, والقيمة السوقية إلى الدفترية و توبن (Tobin's Q). وقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختيار العلاقة بين المتغيرات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طرديه ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية من جهة وبين العائد على حقوق الملكية, والعائد على الاستثمار, وسعر السهم إلى ربحيته, والقيمة السوقية إلى الدفترية, وتوبن (Tobin's Q). كما توصلت الدراسات أيضاً إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين فاعلية الحاكمية المؤسسية من جهة وبين تباين سعر السهم اليومي من جهة أخرى.

2- دراسة محفوظ (2009) بعنوان:

"**نموذج مقترح لقياس أثر قواعد الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية وبورصة عمان**"

هدفت هذه الدراسة لقياس أثر الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في الأردن. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة عمان لعينة تتكون من (76) شركة صناعية وخدمية خلال الفترة ما بين (2003-2008). وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال نموذج يتكون من سبع قواعد وهي: الشفافية, والإفصاح, ووجود لجنة تدقيق, ومكافآت المديرين, وإدارة المخاطر, والانضباط المالي, والاستقلال. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها باستخدام متوسط سعر السهم, ومتوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم, ومتوسط مقياس توبن (Tobin's Q). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة, كما وأظهرت النتائج أن (50%) من التغير في قيمة الشركة سببه تطبيق الحاكمية المؤسسية مع ثبات العوامل الأخرى.

3- دراسة الفضل وراضي (2011) بعنوان:

"العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة: (دراسة حالة في الأردن)"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في الأردن. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة عمان لعينة تتكون من (116) شركة اختيرت بشكل عشوائي من مجتمع دراسة المكون من (192) شركة موزعة على (3) قطاعات وهي: صناعية وخدمات و تأمين لعام (2003). وقد تم استخدام (4) آليات لقياس الحاكمية المؤسسية وهي: نسبة الملكية الإدارية, وحجم مجلس الإدارة ورقابة كبار حملة الأسهم والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والمدير العام. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها من خلال مقياسين هما: معدل العائد على الاستثمار ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم. وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر لآليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة عند التعبير عن القيمة بمعدل العائد على الاستثمار وانعدام هذا الأثر عند التعبير عنها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن مستوى النمو في حجم الاستثمارات يعتبر محدداً لتأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة, كما وتكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في فرض تأثير الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة, بالإضافة إلى أن قدرة الشركات عالية المديونية أكبر من الشركات المنخفضة المديونية في مجال استخدام آليات الحاكمية المؤسسية.

4- دراسة الحمود وآخرون (2013) بعنوان:

"أثر ممارسات الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية : دراسة تحليلية"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التزام الشركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية. وتم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة عمان لعينة تتكون من(114) شركة في

نهاية عام (2010) منها (65) شركة صناعية و(49) شركة خدمية. حيث تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال تركز الملكية, وحجم مجلس الإدارة, واستقلالية مجلس الإدارة, والإفصاح والشفافية أما بالنسبة إلى الأداء فقد تم قياسه من خلال القيمة السوقية إلى الدفترية, والقيمة السوقية إلى صافي الدخل, ومؤشر توبن (Tobin's Q). ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل أثر المؤشرات الأربعة للحاكمية على الأداء. حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من تركز الملكية, وعدد أعضاء مجلس الإدارة وبين أداء الشركات. كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية في التزام الشركات المساهمة العامة بمبادئ الحاكمية المؤسسية بين قطاعي الصناعة والخدمات.

- الدراسات الأجنبية:

1- **دراسة Gompers *et al.* (2003) بعنوان:**

"Corporate Governance and Equity Prices"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية والأداء المالي في أمريكيا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من سوق أمريكا للأوراق المالية لعينة مكونة من (1500) شركة مدرجة خلال الفترة ما بين (1990-1998). وتم بناء مؤشر لقياس الحاكمية (Governance Index) مكون من (24) بنداً من مبادئ الحاكمية المؤسسية وشملت المبادئ حقوق المساهمين مثل الوصول للمعلومات, وحق التعويض, والحماية من كبار المساهمين, والحق في التوزيعات, وحضور الاجتماعات, أما بالنسبة للأداء المالي فقد تم قياسه بحجم العائد على الأصول, والأداء التشغيلي والقيمة السوقية للشركة. وقد توصلت الدراسة إلى أن هنالك علاقة قوية بين عائد الأسهم ومستوى جودة الحاكمية المؤسسية, بالإضافة إلى ارتفاع مؤشر توبن (Tobin's Q) للشركات ذات الحاكمية المؤسسية الأفضل.

2- دراسة **Black *et al.* (2003) بعنوان:**

"**Does Corporate Governance Affect Firm Value?"**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركات في كوريا الجنوبية. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة للشركات الكورية المدرجة من خلال السوق المالي لسنة (2001), حيث تم بناء مؤشر لقياس الحاكمية المؤسسية (Corporate Governance Index) مكون من (6) مؤشرات فرعية وهي حقوق المساهمين, ولجنة تدقيق, والمديرين الخارجيين, ومجلس الإدارة, وتركز الملكية, والرقابة, والإفصاح. أما بالنسبة لقيمة الشركة فقد تم قياسها من خلال القيمة السوقية إلى الدفترية ومقياس توبن (Tobin's Q). ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع مؤشر الحاكمية المؤسسية يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للشركة حسب مقياس (Tobin's Q) والقيمة السوقية إلى الدفترية.

3- دراسة **Drobtz *et al.* (2003) بعنوان:**

"Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان الاختلاف بين الشركات في تطبيق الحاكمية المؤسسية يساعد في تحديد مستوى العوائد المتوقعة ضمن قطاع واسع من الشركات التي تعمل في نفس المجال في ألمانيا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من خلال استخدام استبانة مكونة من (30) بنداً من مبادئ ممارسة الحاكمية المؤسسية وزعت على (91) شركة. ولاختبار فرضيات الدراسة فقد تم استخدام (Cross-Sectional Regression). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين مستوى الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة, وأن الشركات ذات الحاكمية المؤسسة الأفضل لديها نمو

مبيعات أعلى, واستعداد المستثمرين لدفع أسعار أعلى في الأسهم إذا كانت الشركات ذات حاكمية مؤسسية أفضل.

4- دراسة Al-Najjar (2006) بعنوان:

"Direct and Indirect Determinants of Transparency, Corporate Governance and Firm Value"

هدفت هذه الدراسة لبحث المحددات المباشرة وغير المباشرة للشفافية, والحاكمية المؤسسية, وقيمة الشركة في الأردن. وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق عمان المالي لعينة مكونة من (69) شركة صناعية وخدمية خلال الفترة ما بين (2000-2004). ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى أن وجود مجلس إدارة من طبقتين يؤدي إلى تحسين أداء الشركة, كما أن الفصل بين وظيفة رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي تعمل على خفض تكاليف الوكالة, بالإضافة إلى أن زيادة جودة الحاكمية المؤسسية من حيث الظروف (الاقتصادية والإجراءات العملية والقانونية ووجود رقابة داخلية وجودة المعلومات وإمكانية الحصول عليها بسهولة) يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركات.

5– دراسة Coleman and Biekpe (2006) بعنوان:

"The Relationship between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana"

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر ممارسات الحاكمية المؤسسية على الأداء في غانا. وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق غانا للأوراق المالية لعينة تتكون من (16) شركة غير مالية خلال الفترة ما بين (1990-2001). وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة, وتركيبة مجلس الإدارة, والفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. أما بالنسبة لأداء الشركة فقد تم قياسها من خلال استخدام مقياس توبن (Tobin's Q), والعائد على الأصول, نسبة النمو في

المبيعات. ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام أسلوب التحليل الانحدار المتعدد. وقد توصلت الدراسة إلى أن التدقيق الداخلي يقوم بإضافة قيمة للشركة من خلال الوظائف التي أصبح يضطلع بأدائها في ظل الحاكمية المؤسسية والتي تشمل توفير المعلومات للإدارة بكل مستوياتها، و تطوير نظام الرقابة الداخلية وتحسين إدارة المخاطر في الشركة.

6- دراسة Black *et al.* (2008) بعنوان:

"How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مستوى الحاكمية المؤسسية في الشركة وتأثيرها على قيمة الشركة في كوريا. وللحصول على بيانات الدراسة تم إجراء مسحاً ميدانياً لمعظم الشركات المدرجة في السوق الكوري للأوراق المالية ما بين (1998-2004). وتم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال بناء مؤشر (Korean Corporate Governance Index) ويضم خمس عناصر وهي هيكل المجلس, والإفصاح, وتماثل الملكية, وإجراءات المجلس, وحقوق حاملي الأسهم, أما بالنسبة لقيمة الشركة فقد تم قياسها من خلال استخدام مقياس توبن (Tobin's Q). وقد توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع مؤشر الحاكمية المؤسسية المتمثل بهيكل المجلس والإفصاح, وتماثل الملكية ويؤدي إلى ارتفاع مقياس توبن, وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أنه لا يوجد تأثير لحقوق حاملي الأسهم وإجراءات المجلس على مقياس توبن.

7- دراسة Toledo (2009) بعنوان:

"The Relationship between Corporate Governance and Firm Value: A Simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain"

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة بين جودة الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في اسبانيا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من بورصة مدريد لعينة مكونة من (109) شركة خلال الفترة ما بين (2005-2007). وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال بناء مؤشر يتكون من (4) أبعاد وهي:

وصول المعلومات ومحتواها, وهيكل مجلس الإدارة, وهيكل الملكية, والشفافية. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها باستخدام مؤشر توبن (Tobin's Q). ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام (Least Squares Regressions). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الحاكمية المؤسسية و قيمة الشركة, كما وتدعم النتائج الدراسة نظرية الوكالة من خلال إظهار الأثر الإيجابي لملكية مجلس الإدارة على قيمة الشركة, كما توصلت الدراسات أيضاً إلى وجود تأثير سلبي لملكية مجلس الإدارة على جودة الحاكمية المؤسسية بشكل عام.

8 – دراسة Ramdani and Witteloostuijn (2010) بعنوان:

"The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر استقلالية مجلس الإدارة, والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة في كل من اندونيسيا وماليزيا وكوريا الجنوبية وتايلاند. وتم الحصول على بيانات الدراسة من خلال استبانة, وذلك خلال الفترة ما بين (2001–2002) حيث بلغت عينة الدراسة (313) شركة موزعة على النحو الآتي: (66) شركة في اندونيسيا و(111) شركة في كوريا الجنوبية و(75) شركة في ماليزيا و(61) شركة في تايلاند. ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. حيث توصلت الدراسة إلى أن الجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يحسن أداء الشركة مما يؤدي إلى تحسين قيمة الشركة, كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن حجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً على العلاقة الايجابية للجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي و رئيس مجلس الإدارة والأداء.

9- دراسة Rouf (2011) بعنوان:

"The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في بنغلادش. وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق بنغلادش للأوراق لعينة مكونة من(93) شركة في عام (2006). وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: حجم مجلس الإدارة, واستقلالية أعضاء المجلس, ووجود لجنة تدقيق, والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة , أما قيمة الشركة فقد تم قياسها من خلال: العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. وقد تم اختبار فرضيات الدراسة من خلال استخدام تحليل الانحدار المتعدد واختبار (Ordinary Least Squares). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة الشركة و العائد على الأصول, والعائد على حقوق الملكية, واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة, والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة, كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة بين قيمة الشركة و حجم مجلس الإدارة , ووجود لجنة تدقيق.

10- دراسة Gill and Mathur (2011) بعنوان:

"Board Size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير حجم مجلس الإدارة, والجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة على قيمة الشركات في كندا. وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق كندا للأوراق المالية لعينة مكونة من (91) شركة صناعية خلال فترة ما بين (2008-2010). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين حجم المجلس الإدارة وقيمة الشركات, كما وتوصلت الدراسة إلى

وجود علاقة إيجابية بين كل من الجمع بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة, وحجم الشركة, والعائد على الأصول وقيمة الشركات.

11- دراسة .Ammann *et al* (2011) بعنوان:

"Corporate Governance and Firm Value: International Evidence"

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة. وقد تم الاعتماد على عدد كبير من البيانات المستنبطة من المقاييس الدولية للحاكمية المؤسسية (Governance Metrics International) ومؤسسة (Worldscope) لعينة تتكون من (6663) شركة موزعة على (22) دولة خلال الفترة ما بين (2003-2007). وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية بالاعتماد على (7) مؤشرات وهي: الإفصاح المالي, وحقوق المساهمين, والرقابة الداخلية, ورقابة السوق, ومجلس الإدارة, والمكافآت, وسلوك الشركة. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها من خلال توبن (Tobin's Q). ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام أسلوب (Panel Regressions). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مستوى تطبيق الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة, كما وتوصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة إيجابية بين سلوك الشركة وقيمتها.

12- دراسة Adeyemi and Oboh (2011) بعنوان:

"**Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria"**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل رأس المال للشركات (الرافعة المالية) على القيمة السوقية للشركة في نيجيريا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من سوق نيجيريا للأوراق المالية لعينة مكونة من (90) شركة من أصل مجتمع الدراسة المكون من (186) شركة خلال الفترة ما بين (2005-2009). وتم استخدام أسلوب التحليل ألاستنتاجي (Inferential Statistics) لدراسة العلاقة

بين هيكلة رأس المال والقيمة السوقية للشركة. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين اختيار الشركة لهيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركة.

13- دراسة Cheng and Tzeng (2011) بعنوان:

"The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on This Effect"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الرافعة المالية على قيمة الشركة في تايوان. وتم الحصول على بيانات الدراسة من سوق تايوان للأوراق المالية لعينة مكونة من (645) شركة خلال فترة ما بين(2000-2009). ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. حيث توصلت الدراسة إلى ارتفاع قيمة الشركة التي تستخدم الرافعة المالية مقارنة بالشركات التي لا تستخدمها إذا كانت لا تأخذ بعين الاعتبار احتمالية الإفلاس, أما في حال أخذت الشركة بعين الاعتبار منافع وتكاليف الدين في وقت واحد فإن الرافعة المالية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة قبل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل, بالإضافة إلى أن التأثير الإيجابي للرافعة المالية على قيمة الشركة يكون أقوى عندما يكون الوضع المالي للشركة أفضل.

14- دراسة Gill and Obradovich (2012) بعنوان:

"The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firm"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة في أمريكا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من سوق نيويورك للأوراق المالية لعينة مكونة من (333) شركة اختيرت بشكل عشوائي من مجتمع الدراسة البالغ (800) شركة خلال فترة ما بين (2009-2011). وقد تم استخدام (3) آليات لقياس الحاكمية المؤسسية وهي: وجود لجنة تدقيق,

وحجم مجلس الإدارة, والفصل ما بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. كما تم قياس قيمة الشركة من خلال مؤشر توبن (Tobin's Q). ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام تحليل المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Square). وقد توصلت الدراسة إلى أن الفصل بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة, ووجود لجنة تدقيق, والرافعة المالية, وحجم الشركة, والعائد على الأصول, والملكية الداخلية تؤثر إيجابا على قيمة الشركة, أما زيادة حجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً على قيمة الشركة, كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات يختلف حسب نوع القطاع, فحجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً على قيمة الشركة, والفصل بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ووجود لجنة تدقيق والرافعة المالية, وحجم الشركة, والملكية الداخلية تؤثر إيجاباً على قيمة الشركة في الشركات الصناعية. بينما حجم المجلس الإدارة يؤثر سلباً على قيمة الشركة, والرافعة المالية والعائد على الأصول فقط تؤثر إيجابا على قيمة شركة في الشركات الخدمية.

15- دراسة Bayrakdaroglu *et al.* (2012) بعنوان:

"Is There a Relationship between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و قيمة الشركة في تركيا. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من سوق اسطنبول للأوراق المالية لعينة مكونة من (41) شركة خلال الفترة ما بين (1998-2007). وقد تم قياس الحاكمية المؤسسية من خلال: الفصل ما بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة, وحجم مجلس الإدارة, ونسبة الملكية المؤسسية, ونسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة, ونسبة الملكية الأجنبية. وقد تم استخدام مؤشرات الأداء لقياس قيمة الشركة وهي: القيمة الاقتصادية المضافة, والقيمة النقدية المضافة, والقيمة السوقية المضافة. ولاختبار فرضيات

الدراسة تم استخدام (Multiple Panel Regression). وقد توصلت الدراسة إلى أن الفصل ما بين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة القيمة النقدية المضافة, كما وأن حجم مجلس الإدارة لا يؤثر على مقاييس الأداء. كما وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الملكية المؤسسية تؤثر على جميع مقاييس الأداء باستثناء القيمة السوقية المضافة, في حين أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لا تؤثر على مقاييس الأداء, أما نسبة الملكية الأجنبية تؤثر على القيمة السوقية ولاقتصادية المضافة.

16- دراسة Ficici and Aybar (2012) بعنوان:

"Corporate Governance and Firm Value in Emerging Markets: An Empirical Analysis of ADR Issuing Emerging Market Firms"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين التطبيق الجيد للحاكمية المؤسسية و قيمة الشركة في (9) دول تقع في آسيا, وأوروبا الشرقية, وأمريكا اللاتينية. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من (American Depositary Receipts) و مؤسسة (Data Stream International) لعينة مكونة من (54) شركة. وقد تم بناء مؤشر لقياس الحاكمية المؤسسية يتكون من (3) عناصر وهي: هيكل الملكية والعلاقات مع المستثمرين, والشفافية المالية والإفصاح عن المعلومات, وتحديد عمليات مجلس الإدارة. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها من خلال توبن (Tobin's Q) والعائد على الأصول. ولاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام (Ordinary Least Square). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الحاكمية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة. كما وأشارت النتائج إلى أن مستوى الفساد والهياكل القانونية في البلدان تؤثر على هيكل الحاكمية المؤسسية وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للشركة.

3-3 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

هنالك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الحاكمية المؤسسية داخل وخارج الأردن وما يرتبط به من عوامل كان أهمها أداء الشركة, والمسؤولية الاجتماعية, وجودة الرقابة, وإدارة الأرباح... وغيرها من العوامل حيث يمكن إيجاز ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بالنقطتين التاليتين:

1- تقوم هذه الدراسة على معرفة مدى تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة, وذلك بأخذ عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية (حجم مجلس الإدارة, والملكية المؤسسية, واستقلالية مجلس الإدارة, ووجود لجنة تدقيق), وقياس قيمة الشركة بـ توبن (Tobin's Q) وهي المتغيرات التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة في الأردن عند قياس الحاكمية المؤسسية بشكل مجتمع حسب علم الباحث. ففي دراسة الفضل وراضي (2011) على سبيل المثال تم قياس الحاكمية المؤسسية بالاعتماد على: الملكية الإدارية, ورقابة كبار حملة الأسهم, والفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة, ووجود لجنة تدقيق. أما قيمة الشركة فقد تم قياسها بالاعتماد على العائد على الاستثمار, توبن (Tobin's Q). وفي دراسة الحمود وآخرون (2013) التي قاسوا فيها أثر الحاكمية المؤسسية على الأداء بالاعتماد على تركز الملكية, وحجم مجلس الإدارة, واستقلالية مجلس الإدارة, والإفصاح والشفافية لقياس الحاكمية المؤسسية. والقيمة السوقية إلى الدفترية, والقيمة السوقية إلى صافي الدخل, ومؤشر توبن (Tobin's Q) لقياس الأداء. فقد تشابهت دراسة الفضل وراضي (2011), والحمود وآخرون (2013) مع هذه الدراسة عند قياس الحاكمية المؤسسية في متغيرين وهما حجم مجلس الإدارة, واستقلالية مجلس الإدارة واختلفتا مع متغيرين وهما الملكية المؤسسية, ووجود لجنة تدقيق.

2- اعتمدت هذه الدراسة على التقارير السنوية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان, لجمع البيانات حول مستوى الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية وهو الأسلوب المستخدم في معظم الدراسات ولكن مع اختلاف الفترة الزمنية والعينة المستخدمة في هذه الدراسة.

الفصل الرابع

منهجية الدراسة وعرض الفرضيات

4-1 المقدمة

4-2 مجتمع وعينة الدراسة

4-3 مصادر جمع البيانات والأساليب المستخدمة في تحليلها

4-4 نموذج الدراسة

4-5 متغيرات الدراسة

4-6 فرضيات الدراسة

الفصل الرابع

منهجية الدراسة وعرض الفرضيات

1-4 المقدمة:

يهدف هذا الفصل إلى عرض منهجية الدراسة بدءاً بتحديد مجتمع وعينة الدراسة والمصادر الرئيسة للحصول على المعلومات, وأهم الاختبارات الإحصائية التي تم إجرائها على هذه البيانات, كما سيتم عرض النموذج المتبع لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة, بالإضافة إلى طرق قياس كل متغير من المتغيرات بناء على ما جاء في الدراسات السابقة, وذلك لتحقيق الهدف الرئيس الذي قامت عليه الدراسة باختبار تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة.

2-4 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والمتوفر لها قوائم مالية مصدرة في نهاية عام (2012), والتي يبلغ عددها (75) شركة. أما عينة الدارسة فقد بلغت (60) شركة, وذلك بعد إبعاد (12) شركة لعدم توفر بيانات كافية لسنة الدراسة, كما تم إبعاد (3) شركات أثناء تحليل البيانات لاعتبارها قيم شاذة (Outliers). ويعرض الجدول رقم (1) و(2) في الملحق أسماء الشركات الصناعية التي شكلت مجتمع وعينة الدراسة, وفقا لما صدر عن موقع بورصة عمان. إما الجدول التالي (4-1) فيظهر نسبة عينة الدراسة من المجتمع.

الجدول رقم (4-1)

مجتمع وعينة الدراسة

سنة الدراسة (2012)	عدد الشركات	النسبة المئوية (%)
مجتمع الدراسة	(75) شركة	100
الشركات التي تم إبعادها	(15) شركة	20
عينة الدراسة	(60) شركة	80

3-4 مصادر جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليلها:

تم الحصول على البيانات اللازمة لإجراء هذه الدراسة من التقارير المالية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان لقياس أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة, كما تم الرجوع إلى قواعد البيانات والمكتبات للحصول على المقالات والدراسات التي تناولت هذا الموضوع لتغطية الإطار النظري للدراسة والدراسات السابقة.

ولتحقيق أهداف الدراسة في معرفة أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة, تم استخدام برنامج (STATA) لتحليل النموذج العملي (Empirical Model) المستخدم في هذه الدراسة, بالاعتماد على البيانات المقطعية (Cross-Sectional Data), حيث تم إجراء التحليلات الإحصائية التالية:

1- الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics) مثل الوسط الحسابي, والانحراف المعياري, والحد الأعلى والأدنى للقيم, كما تضمن النسب المئوية والتكرارات للمتغيرات الوهمية (Dummy Variable).

2- تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis), وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية ((Ordinary Least Square (OLS) من أجل فحص العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة واختبار الفرضيات بناء على نموذج الدراسة. وفحص (F-Test) للتأكد من صلاحية ومدى ملائمة بيانات الدراسة للنموذج المستخدم.

3- اختبار ((Variance Inflation Factor (VIF) لفحص الارتباط بين متغيرات الدراسة والكشف عن مشكلة الارتباط الخطي (Multicollinearity), ومقلوب (VIF) لفحص مستوى الدقة في تفسير النتائج.

4- اختبار (Breusch-Pagan Test) للكشف عن مشكلة عدم تجانس معامل الخطأ أو البواقي (Heteroscedasticity) التي قد تتضمنها بيانات الدراسة عند اختبار الفرضية العدمية, حيث يتم قبول الفرضية العدمية إذا لم يكن لتوزيع (Ch^2) أي دلالة إحصائية.

4-4 نموذج الدراسة:

أعتمد الباحث في اختبار أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة على النموذج المستخدم في دراسة (Gill and Obradovich, 2012), مع إجراء بعض التعديلات ليتناسب مع طبيعة هذه الدراسة والبيانات المتاحة. ويتمثل هذا النموذج بالمعادلة التالية:

$$Q = \alpha + \beta1\ BS + \beta2\ IO + \beta3\ BI + \beta4\ AC + \beta5\ FL + \beta6\ FS + \beta7\ ROA + \varepsilon$$

الجدول رقم (4-2)

تعريف المتغيرات في نموذج الدراسة وطرق قياسها

المتغيرات	تعريف المتغير	طرق القياس
Q (Tobin's Q)	قيمة الشركة	القيمة السوقية للشركة / مجموع الاصول
BS (Board Size)	حجم مجلس الإدارة	بعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات
IO (Institutional Ownership)	الملكية المؤسسية	نسبة ما تمتلكه المؤسسات أو الهيئات من أسهم في الشركة
BI (Board Independence)	استقلالية مجلس الإدارة	تعطى الشركة قيمة واحد إذا تم الجمع فيها بين منصبي رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي, وقيمة صفر ماعدا ذلك
AC (Audit Committee)	وجود لجنة تدقيق	تُعطى الشركة قيمة واحد في حال وجود لجنة تدقيق, وقيمة صفر ماعدا ذلك

FL (Financial Leverage)	الرافعة المالية	مجموع الالتزامات / مجموع الاصول
FS (Firm Size)	حجم الشركة	log(مجموع الاصول)
ROA (Return on Assets)	العائد على الأصول	الارباح قبل الضريبة / مجموع الاصول
α (Intercept)	المعامل الثابت	
β (Regression Coefficient)	معامل الانحدار	
ε (Error Term)	معامل الخطأ	

5-4 متغيرات الدراسة:

تعتبر قيمة الشركة المتغير التابع لهذه الدراسة والتي تم قياسها باستخدام مؤشر توبن (Tobin's Q). أما آليات الحاكمية المؤسسية (حجم مجلس الإدارة, والملكية المؤسسية, واستقلالية مجلس الإدارة, ووجود لجنة تدقيق) والرافعة المالية تعتبر المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة, كما تم استخدام المتغيرات الضابطة التالية (العائد على الأصول, وحجم الشركة).

1-5-4 المتغير التابع:

- **قيمة الشركة (Firm Value):**

وقد تم قياسها من خلال مؤشر توبن (Tobin's Q), الذي يُعبر عن احتمالية النمو في أصول الشركة, وتقييم ربحية الاستثمارات التي بنيت على فرضية أن الربحية المستقبلية للاستثمارات تنعكس في نسبة الربحية المتوقعة للاستثمارات المستقبلية. وتستخدم نسبة توبن (Tobin's Q) للمقارنة بين القيمة السوقية للشركة مع قيمة الأصول وتكون عادة قريبة من (1) أي أن القيمة السوقية للشركة تنعكس في قيمة الأصول, أما إذا كانت النسبة اكبر من (1) فيدل ذلك أن القيمة السوقية للشركة أكبر

من قيمة الأصول, مما يعني أن القيمة السوقية تعكس بعض الأصول غير المسجلة الأمر الذي يشجع الشركة على زيادة الاستثمار في رأس المال لأن قيمة الشركة اكبر من السعر الذي تم دفعه ثمنا لها, وإذا كانت النسبة أقل من (1) يدل ذلك على أن القيمة السوقية للشركة أقل من قيمة الأصول (Chung and Pruitt, 1994).

ويرى Weir *et al*. (2002) أن مؤشر توبن (Tobin's Q) يعتبر مقياساً لتحديد التقارب في المصالح بين الإدارة والمالكين, بحيث يشير ارتفاع قيمة (Q) إلى كفاءة آليات الحاكمية المؤسسية وبالتالي تحسن نظرة السوق للشركة, أما في حال انخفاض قيمة (Q) يشير ذلك إلى عدم كفاءة آليات الحاكمية المؤسسية المطبقة وبالتالي زيادة حرية التصرف لدى المديرين بما لا يخدم مصالح المالكين.

وبحسب دراسة (Gill and Obradovich, 2012; Rouf, 2011) يمكن احتساب نسبة توبن (Tobin's Q) من خلال المعادلة التالية:

$$\text{توبن (Tobin's Q)} = \frac{\text{القيمة السوقية للشركة}}{\text{مجموع الاصول}}$$

2-5-4 المتغيرات المستقلة:

1-2-5-4 الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية:

ناقشت الدراسات السابقة موضوع الحاكمة المؤسسية وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة من عدة اتجاهات, وتم تحديد عدد من المتغيرات لقياس الحاكمية المؤسسية (حجم مجلس الإدارة, واستقلالية مجلس الإدارة, والملكية المؤسسية, ووجود لجنة تدقيق) وتأثيرها على القيمة السوقية للشركة سواء بشكل إيجابي أو سلبي. كما هو الحال أيضاً بالنسبة للرافعة المالية فقد أشارت معظم الدراسات أن لها

تأثير على قيمة الشركة. وفي ما يلي سيتم مناقشة بعض متغيرات الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية وعلاقتها بقيمة الشركة وبناء على ذلك سيتم تحديد الفرضيات الرئيسة للدراسة.

- **حجم مجلس الإدارة (Board Size):**

يُعتبر تنوع وحجم مجلس الإدارة من أهم العوامل التي تؤثر على كفاءة عمل المجلس, وعليه فإن زيادة حجم المجلس يؤدي إلى زيادة المشاكل المتعلقة بالتنسيق والاتصال بين أعضاء المجلس كما ويقلل قدرة المجلس على رقابة أعمال الإدارة مما يودي إلى مشكلة الوكالة نتيجة للفصل بين الملكية والإدارة (Jensen, 1993; Yermack, 1996). ويرى (Yermack, 1996) أن عدد أعضاء المجلس يجب أن يكون بين (6-24) عضو للشركات الكبيرة, أما الشركات الصغيرة يكون الحد الأدنى اقل من (6) أعضاء. وقد ترك القانون الأردني تحديد عدد أعضاء المجلس لإدارة للشركة ولكن وضع القانون حد أدنى وحد أعلى من (5-13) عضو للشركات المساهمة العامة (هيئة الأوراق المالية, 2007). وفي دراسة أجراها (Gill and Mathur, 2011) وجد علاقة سلبية بين زيادة حجم المجلس والقيمة السوقية للشركة. وهو ما أشار إليه (Gill and Obradovich, 2012) باعتبار أن زيادة حجم المجلس يؤثر سلبا على القيمة السوقية للشركة. كما ويرى (Jensen, 1993) أن كفاءة مجلس الإدارة تقل كلما زاد عدد الأعضاء. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لحجم مجلس الإدارة تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة, حيث سيتم قياس حجم مجلس الإدارة بعدد أعضاء مجلس الإدارة في الشركات.

- **الملكية المؤسسية (Institutional Ownership):**

إن طبيعة هيكل ملكية الشركة يلعب دورا مهما في التأثير على القيمة السوقية للشركة, حيث يمكن أن تكون ملكية أسهم الشركات مُشتته على نطاق واسع كما هو الحال في الولايات الأمريكية المتحدة والمملكة المتحدة أو أن تكون ملكية الأسهم متركزة في عدد قليل من كبار المستثمرين (Dennis

and McConnell, 2003). وبحسب دراسة أجراها (Krivogorsky, 2006) أن أكثر من 50% من أسهم الشركات الصناعية في أستراليا وبلجيكا وألمانيا وإيطاليا مملوكة من قبل مؤسسات استثمارية. ويرى (Tornyeva and Wereko, 2012) أن تركز ملكية الشركة في يد المؤسسات الاستثمارية يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة لأن هؤلاء المستثمرين قادرون على التأثير على قرار الإدارة ويمتلكن الموارد اللازمة لمراقبة نشاطات الشركة والقوة لإقالة المدير المتعثر من منصبه. وبالاعتماد على أسلوب المشاركة والتأثير (involvement and influence) فإن وجود المؤسسات الاستثمارية يشكل دافع لدى المستثمرين الآخرين للاستثمار في الشركة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة وبالتالي تحسين تقييم السوقية للشركة (Kyereboah, 2007). وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون للملكية المؤسسية تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة, حيث سيتم قياس الملكية المؤسسية من خلال نسبة ما تمتلكه المؤسسات أو الهيئات من أسهم في الشركة, كما هو الحال في العديد من الدراسات مثل (Tornyeva and Wereko, 2012; Gill and Obradovich, 2012).

- **استقلالية مجلس الإدارة (Board Independence):**

يمكن التعبير عن استقلالية مجلس الإدارة من خلال الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي, حيث تُعتبر استقلالية مجلس الإدارة عاملاً مهماً في كفاءة عمل المجلس باعتبارها احد العوامل التي تقلل تضارب المصالح بين الإدارة والمالكين وتساعد المجلس على القيام بمهامه الرقابية والإشرافية بشكل فعال (الفار, 2006). ويرى (Jensen, 1993) إن النقص الظاهر في الاستقلالية لمجلس الإدارة (Apparent Lack of Independence) يجعل من الصعب على المجلس محاسبة المدير على الفشل. وقد أشار (Fama and Jensen, 1984) انه في حال كانت عملية اتخاذ القرار والرقابة على هذه القرارات في يد شخص واحد فإن ذلك يقلل من فاعلية المجلس في الرقابة على

الإدارة. ويرى (Rouf, 2011) في حال تم الفصل بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر ذلك بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة. وهو ما أشار إليه (Gill and Obradovich, 2012). أما Rechner and Dalton (1991) فيروا أن الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤثر بشكل ايجابي على قيمة الشركة, لأنه يسرع عملية اتخاذ القرارات وإزالة البيروقراطية غير الضرورية وبالتالي يتحسن الأداء المالي. وقد نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات الأردنية بأنه لا يجوز الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وذلك لتجنب تعارض المصالح باعتبار أن كل شخص له مهامه. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لاستقلالية مجلس الإدارة تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة, وسيتم قياس استقلالية مجلس الإدارة من خلال أعطاء الشركة قيمة واحد إذا تم الجمع فيها بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي, وقيمة صفر إذا تم الفصل بين المنصبين.

- **وجود لجنة تدقيق (Audit Committee):**

تعتبر لجنة التدقيق إحدى اللجان التي يشكلها مجلس الإدارة, وهي من أهم آليات الحاكمية المؤسسية التي تهدف إلى تعزيز مصداقية وسلامة المعلومات المالية التي تعرضها الشركة وزيادة ثقة الجمهور في البيانات المالية (Tornyeva and Wereko, 2012). وقد نص دليل قواعد الحاكمية المؤسسية للشركات الأردنية أن لا يقل عدد أعضاء اللجنة عن (3) على أن يكون (2) منهم على الأقل من الأعضاء المستقلين. ويري Gill and Obradovich (2012) أن القيمة السوقية للشركة تتأثر بشكل إيجابي في حال وجود لجنة تدقيق. وهو ما وافق عليه (Tornyeva and Wereko, 2012) حيث أشار إلى وجود علاقة إيجابية بين القيمة السوقية للشركة ووجود لجنة تدقيق. أما (Rouf, 2012) فيرى انه لا توجد علاقة بين القيمة السوقية للشركة ووجود لجنة تدقيق. وبناءً على ما تقدم

تتوقع الدراسة أن يكون لوجود لجنة تدقيق تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة, حيث سيتم أعطاء الشركة قيمة واحد في حال وجود لجنة تدقيق فيها, وقيمة صفر إذا لم توجد فيها لجنة تدقيق.

- **الرافعة المالية (Financial Leverage):**

تُعبر الرافعة المالية عن نسبة استخدام الشركة للدين في تمويل مشروعاتها, وتعتمد نسبة الرافعة المالية في الشركة على عدة متغيرات من أهمها تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة باعتبار أن الرافعة المالية احد الوسائل التي تعمل على الحد من قدرة الإدارة في استخدام الفوائض النقدية الحرة بما يخدم مصالحها الخاصة مما يؤدي إلى تقليل تضارب المصالح بين المالكين والإدارة (Jensen, 1986), ومشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تعمل على زيادة تكاليف التمويل بالدين (Myers and Majluf, 1984). كما وأشار (Modigliani and Miller, 1963) إن قيمة الشركة التي تستخدم التمويل في الدين تفوق الشركات التي تعتمد في تمويلها على الأسهم لما لديون من وفره ضريبية. ويرى (Kester, 1986) إن استخدام التمويل في الدين يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة إلى حد معين وذلك بسبب التكاليف المتعلقة بالدين وخاصة تكلفة الإفلاس (Bankruptcy Cost) وتكاليف الوكالة (Agency Cost) الناتجة عن تضارب المصالح بين الدائنين والمالكين (Jensen, 1986). وهو ما أشار إليه (Cheng and Tzeng,2011) و(Gill and Obradovich, 2012) انه في حال أُخذ بعين الاعتبار منافع وتكاليف استخدام الدين في نفس الوقت فإن الرافعة المالية تؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للشركة قبل الوصل إلى هيكل رأس المال الأمثل. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون للرافعة المالية تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة. وقد تم قياس الرافعة المالية من خلال إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول, وهو المقياس الأكثر شيوعا بين الدراسات لأنه يعبر عن حجم المخاطر التي تتعرض لها الشركة من خلال

إعطاء نظره شاملة عن عبء الديون. كما هو الحال في دراسة Cheng and Tzeng (2011) على النحو التالي:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{مجموع الالتزامات}}{\text{مجموع الاصول}}$$

3-5-4 المتغيرات الضابطة (Control Variables):

- **العائد على الأصول:**

تُظهر نسبة العائد على الأصول قدرة أصول الشركة على توليد الأرباح, وفاعليه هذه الأصول في زيادة القيمة الاقتصادية للأسهم, بالإضافة إلى كفاءة إدارة الأصول واستخدامها في توليد الأرباح (Haniffa & Hudaib 2006). وبحسب Gill and Obradovich (2012) فإن هنالك علاقة إيجابية بين نسبة العائد على الأصول والقيمة السوقية للشركة, وذلك لان الشركات الرابحة تكون لديها القدرة على الوفاء بالتزاماتها, وعليه تقل مخاطر الإفلاس مما يشجع الشركة للحصول على المزيد من الديون في تمويل مشروعاتها. إلا أن Myers and Majluf (1984) توقعوا وجود علاقة عكسية بين الربحية والدين باعتبار أن الشركات الرابحة ليست بحاجة إلى مصادر التمويل الخارجية. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لنسبة العائد على الأصول تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة. وكما جاء في دراسة (Gill and Obradovich, 2012; Rouf, 2011) فقد تم احتساب قيمة العائد على الأصول من خلال المعادلة التالية:

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{الارباح قبل الضريبة}}{\text{مجموع الاصول}}$$

- **حجم الشركة:**

يعتبر حجم الشركة من أهم العوامل التي من الممكن أن تؤثر على قيمة الشركة السوقية, وذلك بما لها من ارتباط بهيكل رأس المال ومشكلة الوكالة حيث يرى Doukas *et al.* (2000) أن الشركات الكبيرة أكثر عرضة لمشكلة الوكالة منها للشركات الصغيرة, وذلك بسبب ما يواجهه المستثمرون من صعوبة في الحصول على المعلومات فيها. الأمر الذي أشار إليه Gill and Mathur (2011) حين توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وقيمتها السوقية. أما Berger *et al.* (2001) فقد توصلوا إلى أن مشكلة الوكالة تزداد بالشركات الصغيرة بسبب تعاظم مشكلة عدم تماثل المعلومات, باعتبار أن الشركات الكبيرة تخضع لرقابة المساهمين والمحللين فتكون أقل عرضة لمشكلة عدم تماثل المعلومات. وبناءً على ما تقدم تتوقع الدراسة أن يكون لحجم الشركة تأثير واضح على القيمة السوقية للشركة.

وقد تم قياس حجم الشركة بالاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كما جاء في دراسة (Gill and Mathur, 2011; Gill and Obradovich, 2012).

$$\text{حجم الشركة} = \log(\text{مجموع الاصول})$$

4-6 فرضيات الدراسة:

في ضوء ما سبق من عرض للإطار النظري والعملي لمتغيرات الدراسة فإنه سيتم اختبار الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

الفرضية الثانية: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

الفرضية الثالثة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق والقيمة السوقية للشركة.

الفرضية الرابعة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة.

الفرضية الخامسة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للشركة.

الفرضية السادسة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية للشركة.

الفرضية السابعة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والقيمة السوقية للشركة.

الفصل الخامس

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

5-1 مقدمة

5-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

5-3 المشاكل الإحصائية وطرق اختبارها

5-4 تحليل الانحدار المتعدد

5-5 مناقشة النتائج واختبار الفرضيات

الفصل الخامس

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

1-5 مقدمة:

يناقش هذا الفصل أهم النتائج الإحصائية لاختبار تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة, والمشاكل التي قد تتضمنها بيانات الدراسة أثناء التحليل وطرق اختبارها, وذلك حسب ما ورد في الفصل الرابع من منهجية الدراسة, كما سيتم اختبار فرضيات الدراسة والأهداف المرتبطة بها.

2-5 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة (Descriptive Statistic):

يعرض هذا الجزء من التحليل نتائج الإحصاء الوصفي الذي تم إجراءه على بيانات الدراسة والمتمثل في الوسط الحسابي, والانحراف المعياري, والحد الأعلى والأدنى للقيم, كما سيتم عرض النسب المئوية والتكرارات للمتغيرات الوهمية (Dummy Variable) المستخدمة في نموذج الدراسة.

1-2-5 وصف المتغيرات الكمية:

الجدول رقم (5-1)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
قيمة الشركة (Q)	0.677	0.377	-0.015	2.32
حجم مجلس الإدارة (BS)	7.951	2.276	4	13
الملكية المؤسسية (IO)	0.461	0.298	0	0.682
الرافعة المالية (FL)	0.336	0.219	0.006	0.766
العائد على الأصول (ROA)	0.443	9.72	-28.3	21.5
حجم الشركة (FS)	16.724	1.505	13.971	21.152

وبناء على النتائج الواردة في الجدول رقم (5-1) فإن:

- متوسط نسب فرص النمو للشركات في مقياس توبن (Tobin's Q) بلغت (0.67), عند انحراف معياري بمقدار (0.37) وقد تراوحت هذه النسبة بين (-0.015) كحد أدنى و(2.32) كحد أعلى, حيث يرى Chung and Pruitt (1994) أن نسبة فرص النمو تكون عادة قريبه من (1), وهذا يشير إلى التفاوت الكبير عند الشركات الأردنية في فرص النمو, نتيجة لاختلاف قدراتها في الحصول على التمويل الخارجي, واختلاف حجم تلك الشركات ودرجة تأثرها بقواعد الحاكمية المؤسسية.

- بلغ متوسط حجم مجلس الإدارة (8) أعضاء ويعتبر حجم مجلس الإدارة من أكثر المتغيرات تشتتا عن وسطها الحسابي حيث بلغ انحرافه المعياري (2.276). وقد تراوحت أدني وأعلى قيمة بين (4 إلى 13) على التوالي, مما يشير إلى عدم تقيد بعض الشركات بدليل قواعد الحاكمية الذي وضع حد أدنى لعدد أعضاء المجلس بـ (5) أعضاء.

- بينما بلغ متوسط نسبة ملكية المؤسسات والهيئات في الشركات الصناعية الأردنية المكون لعينة الدراسة (0.461) عند انحراف معياري (0.298) وقد لوحظ وجود تفاوت كبير بنسبة الملكية المؤسسية حيث بلغ أدني وأعلى قيمة بين (0 إلى 0.682) على التوالي.

- أما متوسط نسبة الرافعة المالية للشركات الصناعية الأردنية الممثلة في هذه الدراسة فقد بلغت (33%), وهي متوسط نسب الرافعة المالية في الشركات الأمريكية (Gill and Obradovich, 2012). بينما بلغ الانحراف المعياري لهذه الشركات (0.219) مما يشير إلى تفاوت كبير في نسبة الرافعة المالية, حيث تراوحت هذه النسب بين (0.006) كحد أدنى و(0.766) كحد أعلى, ويرجع السبب في ذلك إلى تفاوت القيود التي تحد قدرة الشركة في الوصول لمصادر التمويل الخارجي (الرافعة المالية) كمشكلة الوكالة, وعدم تماثل المعلومات.

- وبلغ متوسط العائد على الأصول (0.443), وقد يعزى تدني هذه النسبة إلى: عدم الاستقرار المالي والاقتصادي للشركات خاصة بعد الأزمة المالية العالمية, وارتفاع أسعار الوقود, ورفع عمولة شركات التأمين نتيجة لعدم استقرار المنطقة, حيث بلغ الانحراف المعياري لهذه النسبة (9.71), وقد تراوحت أدني وأعلى قيمة بين (28.3- إلى 21.5) على التوالي.

- وأخيراً بلغ متوسط حجم الشركات الصناعية الأردنية ممثلاً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركات (16.724) وبانحراف معياري (1.505) مما يشير إلى تفاوت في حجم الشركات المشكلة لعينة الدراسة, حيث بلغ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول اصغر شركة (13.971) أما أكبر شركة ففقد بلغ (21.152).

2-2-5 وصف المتغيرات الوهمية:

تم استخدام التوزيعات التكرارية لوصف المتغيرات الوهمية (Dummy Variable), وذلك من خلال الجدول رقم (5-2) التالي:

الجدول رقم (5-2)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الوهمية

<table>
<tr><th colspan="2">المتغـــــير</th><th>التكرار</th><th>النسبة المئوية (%)</th></tr>
<tr><td rowspan="3">استقلالية مجلس الإدارة (CD)</td><td>استقلالية المجلس</td><td>54</td><td>90</td></tr>
<tr><td>عدم استقلالية المجلس</td><td>6</td><td>10</td></tr>
<tr><td>المجمــوع</td><td>60</td><td>100</td></tr>
<tr><td rowspan="3">وجود لجنة تدقيق (AC)</td><td>وجود لجنة تدقيق</td><td>45</td><td>75</td></tr>
<tr><td>عدم وجود لجنة تدقيق</td><td>15</td><td>25</td></tr>
<tr><td>المجمــوع</td><td>60</td><td>100</td></tr>
</table>

وبناء على النتائج الواردة في الجدول رقم (5-2) فإن:

– استقلالية مجلس الإدارة والمتمثل في الفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة بلغ (90%) في الشركات الصناعية وهو ما يدل على التزام نسبة كبيرة من الشركات بدليل قواعد الحاكمية في استقلالية المجلس, حيث أشار الدليل إلى وجوب الفصل بين المنصبين, وذلك لكي تكون القرارات التي يتخذها أعضاء مجلس الإدارة في مصلحة المساهمين وبعيده عن التحيز.

– كما يشير الجدول إلى أن (75%) من الشركات الصناعية الأردنية المكونة لعينة الدراسة توجد فيها لجان تدقيق. و(25%) من الشركات لا توجد فيها لجان تدقيق وهو ما يخالف دليل قواعد الحاكمية الصادر عن هيئة الأوراق المالية.

5-3 الأساليب الإحصائية وطرق اختبارها:

يستعرض هذا الجزء المشاكل الإحصائية التي قد يحتويها نموذج الدراسة عند تحليل البيانات, كمشكلة الارتباط المتعدد بين متغيرات الدراسة المستقلة, ومشكلة عدم تجانس معامل الخطأ أو البواقي, بالإضافة إلى الاختبارات التي تم إجرائها للكشف عن هذه المشاكل.

5-3-1 تحليل درجة الارتباط المتعدد:

يجري الباحث تحليل الارتباط المتعدد بين متغيرات الدراسة المستقلة باستخدام اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) لكل متغير من المتغيرات للكشف عن مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) التي تجعل من الصعب تحديد الآثار المنفصلة لكل متغير وبذلك يصبح من الصعب اختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار (Gujarati, 2003), حيث تم تقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) للمتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة, كما هو مبين في الجدول رقم (5-3) التالي:

الجدول رقم (5-3)

اختبار مشكلة الارتباط المتعدد

المتغير	VIF	1/VIF
حجم الشركة	1.73	0.578
حجم مجلس الإدارة	1.32	0.757
العائد على الأصول	1.25	0.798
الملكية المؤسسية	1.24	0.807
الرافعة المالية	1.13	0.882
وجود لجنة تدقيق	1.06	0.940
استقلالية مجلس الإدارة	1.05	0.953
متوسط VIF	1.26	

المصدر: برنامج التحليل الإحصائي (STATA).

بناء على ما ورد في الجدول رقم (5-3) فإن:

مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة المستقلة غير موجودة, وذلك بالاعتماد على نتائج اختبار (VIF) الذي يبين درجة تفسير كل متغير مستقل من خلال المتغيرات المستقلة الأخرى, حيث كان متوسط (VIF) للمتغيرات (1.26) وقد تراوحت القيم بين (1.05 و1.73). وبحسب ما أشار إليه Gujarati (2003) إذا كان أثر المتغيرات المستقلة في اختبار (VIF) أقل من (10%) فإنه يشير إلى غياب مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity). كما وتشير نتائج (1/VIF) إلى الدقة التفسيرية لكل متغير.

5-3-2 تحليل Breusch-Pagan:

أجرى الباحث تحليل (Breusch-Pagan), وذلك للكشف عن مشكلة عدم تجانس البواقي, كما هو مبين في الجدول رقم (5-4) التالي:

الجدول رقم (5-4)

Breusch-Pagan-Test

Chi2(1)	2.02
Prob.>Chi2	0.1552

المصدر: برنامج التحليل الإحصائي (STATA).

بناء على ما ورد في الجدول رقم (5-4) فإن:

نتائج اختبار (Breusch-Pagan) تظهر غياب مشكلة عدم تجانس معامل الخطأ أو البواقي (Heteroscedasticity) التي قد تتضمنها بيانات الدراسة عند اختبار الفرضية العدمية, إذ بلغت قيمة (Chi2) (2.02) وبدلالة إحصائية عند مستوى (0.1552), حيث يتم قبول الفرضية العدمية إذا لم يكن لتوزيع (Chi2) أي دلالة إحصائية عند مستوي (5%), وهو ما أظهرته نتائج التحليل.

5-4 تحليل الانحدار المتعدد:

يعرض هذا الجزء نتائج تحليل الانحدار المتعدد الذي تم إجرائه على بيانات الدراسة لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع, وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Square) إذ تعتبر هذه الطريقة من أفضل طرق التحليل المستخدمة لاختبار تأثير عدد من المتغيرات المستقلة على متغير تابع, حيث أنها تسمح للباحث بالسيطرة على العوامل المتعددة التي تؤثر على المتغير التابع في وقت واحد (Zainodin *et al.*, 2011). والجدول رقم (5-5) التالي يبين نتائج تحليل الانحدار المتعدد, وذلك بالاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي (STATA).

الجدول رقم (5-5)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المتغيرات المستقلة	**المعامل Coefficient**
الثابت (Intercept)	-0.084 (0.927)
حجم مجلس الإدارة (BS)	0.073 (0.044)**
الملكية المؤسسية (IO)	0.113 (0.668)
استقلالية مجلس الإدارة (CD)	-0.153 (0.523)
وجود لجنة تدقيق (AC)	-0.282 (0.096)
الرافعة المالية (FL)	0.120 (0.005)*
العائد على الأصول (ROA)	1.299 (0.134)
حجم الشركة (FS)	-0.067 (0.276)
Adjusted R- Squared	%16.4
F-Statistic	2.65 (0.020)

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.01$).

** ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$).

بناءً على ما ورد في الجدول رقم (5-5) فإن نتائج تحليل لانحدار المتعدد للمتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة (Tobin's Q) تظهر:

– صلاحية نموذج الدراسة في اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الممثل في قيمة الشركة (Tobin's Q), حيث بلغت قيمة (F-Statistic) لنموذج الدراسة (2.65) وبدلالة إحصائية عند مستوى (0.020), وتعتبر قيمة (F-Statistic) في النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05), وعليه فإن معامل واحد على الأقل لا يساوي صفر في هذا النموذج, حيث أنه سترفض الفرضية العدمية في كل معاملات التقدير (Coefficient) عند تساويها مع صفر.

– كما تظهر النتائج قدرة المتغيرات المستقلة المكونة لنموذج الدراسة في تفسير ما نسبة (16%) من التغير الحاصل في قيمة الشركات الصناعية الأردنية الممثلة في عينة الدراسة, حيث بلغت قيمة (R^2 Adjusted) في النموذج المستخدم (0.164).

– وتظهر النتائج أيضا وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عن مستوى (5%) بين حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة, وعند مستوى (1%) بين الرافعة المالية وقيمة الشركة, كما تظهر وجود علاقة سلبية عند مستوى (10%) بين وجود لجنة تدقيق وقيمة الشركة, أما باقي المتغيرات لم يوجد لها أي تأثير على قيمة الشركة.

5-5 مناقشة النتائج واختبار الفرضيات:

يستعرض هذا الجزء فرضيات الدراسة الواردة في الفصل الرابع, واختبار كل فرضية بناءً على نتائج تحليل الانحدار المتعدد, وصولا بذلك لتحقيق أهداف الدراسة المرتبط بهذه الفرضيات, والتي تم ذكرها في الفصل الأول, حيث سيتم قبول الفرضية إذا كان معامل (Coefficient) للمتغير ذات دلالة إحصائية ($\alpha \leq 0.05$), وبنفس الاتجاه الذي تم تحديده لكل فرضية.

الفرضية الأولى: هنالك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين زيادة حجم مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

ترتبط هذه الفرضية بالهدف الأول للدراسة, وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بما لا يتفق مع هذه الفرضية, وذلك بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين زيادة حجم مجلس الإدارة وقيمة الشركة, وهو ما توصل إليه الحمود وآخرون (2013) باعتبار أن حجم مجلس الإدارة يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة. ويرى Dalton *et al.* (1999) أن زيادة حجم مجلس الإدارة يقدم منفعة للشركة عن طريق تنوع خبرات أعضائه وقدرتهم على التعامل مع البيئة المحيطة بشكل أفضل, كما أشار Dwivedi and Jain (2005) أن زياد حجم مجلس الإدارة يعزز الحاكمية المؤسسية مما يؤدي إلى خفض تكاليف الوكالة وبالتالي زيادة قيمة الشركة.

الفرضية الثانية: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركة.

ترتبط هذه الفرضية بالهدف الثاني للدراسة, وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بما لا يتفق مع هذه الفرضية, وذلك بعدم وجود إي علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة وقيمة الشركة, وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة Chen *et al.* (2008) فقد توصلوا إلى انه لا توجد علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء, واعتبروا أن ازدواجية المناصب بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من الأمور الداخلية للشركة والتحديد الأمثل لها يعتمد على خصائص الشركة وهيكل الملكية لديها.

الفرضية الثالثة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق والقيمة السوقية للشركة.

ترتبط هذه الفرضية بالهدف الثالث للدراسة, وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بما لا يتفق مع هذه الفرضية, وذلك بوجود علاقة سلبية ولكن عند مستوى (10%) بين وجود لجنة تدقيق و قيمة الشركة. ويرجع ذلك إلى نقص الخبرة لدى أعضاء لجنة التدقيق وعدم وجود أعضاء ذوي كفاءة عالية لمساعدة المجلس الإدارة في حوكمة الشركة مما يؤدي إلى زيادة عدد أعضاء المجلس والعمولة المدفوعة, وبالتالي تراجع أداء الشركة وانخفاض قيمتها, وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة Fanta (2013) *et al.* فقد توصلوا إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين وجود لجنة تدقيق وأداء الشركات.

الفرضية الرابعة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للشركة.

ترتبط هذه الفرضية بالهدف الرابع للدراسة, وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بما لا يتفق مع هذه الفرضية, وذلك بعدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة. مما يشير إلى محدودية رقابة المؤسسات الاستثمارية على أعمال الشركات الصناعية الأردنية. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة Mokhtari and Makerani (2013) فقد توصلوا إلى انه لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة.

الفرضية الخامسة: هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للشركة.

ترتبط هذه الفرضية بالهدف الخامس للدراسة, وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بما يتفق مع هذه الفرضية, وذلك وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى (1%) بين الرافعة المالية وقيمة الشركة مما يدل على أن زيادة التمويل بالدين يؤثر بشكل إيجابي على فرص النمو, وهو ما يتفق مع نظرية تسلسل أولويات التمويل (Pecking Order Theory) باعتبار أن الشركة تلجا لتمويل مشاريعها الاستثمارية المربحة باستخدام الدين عند عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية, ولذلك كلما ازدادت الفرص الاستثمارية المتاحة زادت حاجة الشركة لاستخدام الدين في التمويل. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كل من Adeyemi and Oboh (2011), Cheng and Tzeng (2011), Gill and Obradovich (2012) حين توصلوا أن التمويل بالدين يؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة.

الفرضيتان السادسة والسابعة: هنالك علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول, وحجم الشركة والقيمة السوقية للشركة.

ترتبط هاتان الفرضيتان بالهدف السادس للدراسة, وقد جاءت نتائج تحليل الانحدار المتعدد بما لا يتفق مع هاتين الفرضيتين, فقد توصلت نتائج تحليل الانحدار المتعدد إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وقيمة الشركة, متوافقاً مع ما توصل إليه (Nakhaei and Hamid 2013) حيث اعتبر أن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بالعائد على الأصول. كما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة المتمثل باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول وقيمة الشركة وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Shafana *et al.*, 2013), وبالتالي لا يوجد تأثر للعائد على الأصول وحجم الشركة في زيادة القيمة السوقية للشركة.

الفصل السادس

النتائج والاستنتاجات والتوصيات

6-1 المقدمة

6-2 أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة

6-3 أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة

6-4 التوصيات

النتائج والاستنتاجات والتوصيات

1-6 المقدمة:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان, وذلك من خلال اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتمثلة بكل من (حجم مجلس الإدارة, والملكية المؤسسية, استقلالية مجلس الإدارة, ووجود لجنة تدقيق, والرافعة المالية) والمتغير التابع الذي تم قياسه بـ توبن (Tobin's Q), كما تم تحديد العائد على الأصول, وحجم الشركة كمتغيرات ضابطة, وذلك على عينة مكونة من (60) شركة صناعية خلال عام (2012). وبناء على نتائج التحليل خلصت الدراسة إلى عدد من النتائج والاستنتاجات والتوصيات.

2-6 أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة:

1- توجد علاقة إيجابية بين زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة وقيمة الشركات الصناعية الأردنية.

2- توجد علاقة إيجابية قوية بين زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية المتمثل في الديون والقيمة السوقية للشركة.

3- في حال كان وجود لجنة التدقيق مجرد أمر شكلي, بحيث لا تقوم اللجنة بالمهام الموكولة إليها حسب القانون أو في حال ضعف خبرة أعضاء اللجنة يؤثر ذلك بشكل سلبي على قيمة الشركة.

4- لم تظهر المتغيرات المستقلة الأخرى (الملكية المؤسسية, واستقلالية مجلس الإدارة) أو المتغيرات الضابطة (العائد على الأصول, وحجم الشركة) أي تأثير على قيمة الشركة.

5- على الرغم من أن دليل قواعد الشركات ألزم الشركات المساهمة العامة بضرورة وجود لجنة تدقيق, واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة من خلال الفصل بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة إلا أن النتائج وجدت أن (15) شركة لا توجد فيها لجنة تدقيق, و(6) شركة لا يتم الفصل بين منصبي

المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة, بالإضافة إلى عدم تقيد بعض الشركات بدليل قواعد الحاكمية المؤسسية الذي وضع حد أدني لعدد أعضاء مجلس الإدارة بـ (5).

3-6 أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة:

1- يعتبر حجم مجلس الإدارة عاملاً مهماً في تحسين أداء الشركة, بحيث يساهم في تنوع خبرات أعضائه, وقدرتهم على التعامل مع المشكلات التي تواجه الشركة بشكل أفضل, وعليه تعتبر زيادة حجم مجلس الإدارة عنصراً مهماً في زيادة قيمة الشركة.

2- إن زيادة الاعتماد على الرافعة المالية في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة يعظم قدرة الشركات على النمو, وبتالي زيادة قيمتها السوقية.

3- إن ضعف خبرة موظفي التدقيق الداخلي يؤدي إلى ضعف آليات الحاكمية المؤسسية في الرقابة على أعمال الشركة والإدارة وبتالي تأثيره السلبي على قيمة الشركة.

4-6 التوصيات:

وبناء على النتائج التي خلصت إليها الدراسة يمكن تلخيص أهم التوصيات بالنقاط التالية:

1- ضرورة زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة لأثر ذلك الايجابي في تنوع خبرات أعضاء المجلس واتخاذهم القرارات الاستثمارية المناسبة.

2- رفع مستوى الرافعة المالية لدى الشركات الصناعية لتحقيق الوفرات الضريبية, وحل مشكلة الوكالة (agency problem) الناتجة عن الفصل بين الإدارة والمالكين.

3- ضرورة إخضاع موظفي التدقيق الداخلي في الشركات إلى دورات تدريبية مكثفة لرفع مستواهم المهني, وإمكانية مراقبة وتقييم أداء الشركة بما يخدم مصالحها العامة.

4- اقتصرت هذه الدراسة في تقصي أثر الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركة في القطاع الصناعي ولسنة واحدة فحسب, لذا قد يسمح تطبيق الدراسة على عدد من القطاعات والسنوات لإحاطة الموضوع بشكل أوسع, بالإضافة إلى إمكانية إجراء مقارنة بين القطاعات لإظهار الفرق بينها في مدى التزام الشركات بالحاكمية المؤسسية وتأثير ذلك على قيمة الشركة في كل قطاع.

قائمة المراجع

المراجع العربية

المراجع الأجنبية

المراجع العربية:

1- الحمود, تركي راجي, السرطاوي, إياد عيسى وبلوط, أسامة محمد (2013), "**أثر ممارسة الحاكمية المؤسسية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية: (دراسة تحليلية)**", المؤتمر الثالث للعلوم المالية والمصرفية حول حاكمية الشركات والمسؤولية الاجتماعية: تجربة الأسواق الناشئة,17-18(3), ص.ص 71-89.

2- دائرة مراقبة الشركات (1997), قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته.

3- دائرة مراقبة الشركات (2013), "**دليل حوكمة الشركات الأردنية (الشركات المساهمة الخاصة, الشركات ذات المسؤولية المحدودة, الشركات المساهمة غير المدرجة في بورصة)**".

4- سليمان, محمد مصطفى (2006), "**حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري**", الدار الجامعية للنشر, الطبعة الأولى, الإسكندرية, جمهورية مصر العربية.

5- طريف, جليل (2003), "**تعثر الشركات في بعض الدول العربية وأهمية تطبيق مبادئ الحوكمة**", من مؤتمر لماذا تنهار بعض الشركات؟ التجارية الدولية والدروس المستفاد لمصر, مركز المشروعات الدولية الخاصة, من الانترنت http://www.Cipe-egypt.org.

6- علي, عبد الوهاب وشحاتة, شحاتة السيد (2007), "**مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة**", الدار الجامعة, الإسكندرية, مصر.

7- الفضل, مؤيد وراضي, نوال (2011), "**العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة: (دراسة حالة في الأردن)**", مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية, 13(1), ص.ص 131-172.

8- الفار، عبد المجيد الطيب **(2006)**, "**إدارة الأرباح :أثر الحاكمية المؤسسية عليها وعلاقتها بالقيمة السوقية للشركة**"، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه غير منشورة, الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.

9- قباجة, عدنان عبد المجيد (2008), "**أثر فاعلية الحوكمة المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية**", رسالة دكتوراه غير منشوره, جامعة عمان العربية للدراسات العليا, عمان, الأردن.

10- محفوظ, أحمد علي (2009), "**نموذج مقترح لقياس أثر قواعد الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركات في ضوء التجارب العالمية وبورصة عمان**", رسالة دكتوراه غير منشورة, جامعة عمان العربية للدراسات العليا, عمان, الأردن.

11- مركز المشروعات الخاصة (2005), "**حوكمة الشركات سبل التقدم**", جمهورية مصر العربية, القاهرة.

12- هيئة الأوراق المالية (2009), "**دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمال**", من الانترنت http://www.sdc.com.jo.

13- هيئة الأوراق المالية (2010), "**فهرس القواعد الإلزامية والإرشادية للشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان**", من الانترنت http://www.sdc.com.jo.

14- يحياوي, نعيمة وبوسليمة, حكيمة (2012), "**دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات**", ملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري, مخبر مالية بنوك وإدارة الأعمال, 6-7 (5).

المراجع الأجنبية:

1-Adeyemi, S. and Oboh, C. (2011), "**Perceived Relationship between Corporate Capital Structure and Firm Value in Nigeria**", *International Journal of Business and Social Science*, 2(19), pp. 131-143.

2- Al-Najjar, D. (2006),"**Direct and Indirect Determinants of Transparency, Corporate Governance and Firm Value**", *Master Thesis*, Banking and Finance Department, Yarmouk University, Irbid, Jordan.

3- Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M. (2011), "**Corporate Governance and Firm Value: International Evidence**", Journal of Empirical Finance, Vol. 18, P.P 36-55.

4- Asian Development Bank Institute (2004), "**Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Korea, Malaysia, and Thailand**", ADBA.

5- Bayrakdaroglu, A., Ersoy E. and Citak, L. (2012), "**Is There a Relationship between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market**", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, P.P 224-239.

6- Berger, A., Klapper and G. Udell (2001), "**The Ability of Banks to Lend to Informational Opaque Small Businesses**", *Journal of Banking and Finance,* vol.25, pp. 2127-2167.

7-Berle A, Means G. (1932), "**The Modern Corporate and Private Property**", *Mcmillan*, New York.

8- Black, B., Kim, W., Jang, H., and Park, K. (2008), "**How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea**", *from: http|| ssrn.com|*.

9- Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2003), "**Does Corporate Governance Affect Firm Value?**" *Working paper 327*, Stanford Law School.

10- Black, B., (200), "**Does Corporate Governance Matter: A Crude Test Using Russian data**", *University of Pennsylvania Law Review*, 149, pp. 2131-2150.

11- Brigham, E., and Ehrhardt, M. (2010), "**Financial Management Theory and Practice**" *Thomson South-Western*, United States of America.

12- Brown, L., and Caylor, M. (2004),"**Corporate Governance and Firm Performance**", *Working paper*, Georgia state University.

13- Brussels Stock Exchange, (1998), "Report of the Belgian Commission on the Corporate Governance", Cardon Report, from: *www. Cbf. be / pe / pec / enecol. Htm.*

14- Cadbury, A. (1992), "**Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**", *South Quay Plaza*, Marsh Wall, London.

15- Carroll, A., and Buchholtz, A. (2006), "**Business and Society: Ethics and Stakeholder Management**", Sixth edition, *Thomson- South Western*, Bason, Ohio.

16- Cattrysse, J. (2005), "**Reflection on Corporate Governance and the Role of the Internal Auditor**", *from: http|| ssrn.com|.*

17- Chen, C., Lin, J., and Yi, B. (2008), "**CEO Duality and Firm Performance: An Endogenous Issue**", *Corporate Ownership and Control*, 6(1), p.p 58-65.

18- Cheng, M., and Tzeng, Z. (2011), "**The Effect of Leverage on Firm Value and How the Firm Financial Quality Influence on this Effect**", *World Journal of Management*, 3(2), pp. 30-53.

19- Chung, H., and Pruitt, W. (1994), "**A Simple Approximation of Tobin's Q**", *Financial Management Association*, Vol. 23, No. 3, PP. 70- 74.

20- Claessens, S. (2003), "**Corporate governance and development**" The *International Bank for Reconstruction and Development*, World Bank.

21- Coleman, A. and Biekpe, N. (2006), "**The Relationship between Board Size Composition, CEO Duality and Firm Performance**", *Journal of corporate governance* .6, p.p 909-623.

22- Cremers, M., Nair, V. and Wei, C. (2004), "**The congruence of shareholder and bondholder governance**", *NYU Law and Economics Research Paper*, New York University, New York, Vol. 04-007.

23- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. and Ellstrand, A. (1999), "**Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis**", *Academy of Management Journal,* Vol. 42, pp 674-686.

24- Denis, K. and McConnell, J. (2003), "**International Corporate Governance**", *Working Paper*, 05 (3).

25- Donaldson, G. (1961), "**Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity"**, *Boston: Division of Research*, Graduate School of Business Administration, Harvard University.

26- Donaldson, L. (1990), "**The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory**", *Academy of Management Review*, 15(3), 369–381.

27- Doukas, J., Kim, C., and Pantzalis, C. (2000), "**Security Analysts, Agency Costs, and Company Characteristics**", Financial *Analysts Journal*, 56(6), p.p 54–63.

28- Drobtz, W. Schillhofer, A. and Zimmermann, H. (2003), "**Corporate Governance and Expected Returns: the Case of Germany**", *working paper*, University of Basel.

29- Dwivedi, N. and Jain, A. (2005), "**Corporate Governance and Performance of Indian Firm: The Effect of Board Size and Ownership**", *Journal of Responsibilities and Rights*, Vol. 17, No. 3, pp.161-172.

30- Fama, E. and Jensen, M. (1983), "**Separation of Ownership and Control**", *Journal of Law and Economics*, 26, p.p 301-325.

31- Fanta, A., Kemal, K. and Waka, Y. (2013), "**Corporate Governance and Impact on Bank Performance**", *Journal of Finance and Accounting*, 1(1): p.p 19-26.

32- Ficici, A. and Aybar, B. (2012) "**Corporate Governance and Firm Value in Emerging Markets an Empirical Analysis of ADR Issuing Emerging Market Firms**", *Emerging Market Journal*, V.2, p.p 38-51.

33- Gill, A. and Mathur, N. (2011), "**Board size, CEO Duality, and the Value of Canadian Manufacturing Firms**", *Journal of Applied Finance and Banking*, 1(3), pp. 1-13.

34- Gillan, S. (2006), "**Recent Developments in Corporate Governance: An Overview**", *Journal of Corporate Finance*, P.P 381-402.

35- Gill, A., and Obradovich, O., (2012),"**The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms**", *International Research Journal of Finance and Economics*, 91(2), pp. 1450-2887.

36- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). "**Corporate Governance and Equity Prices**". *Quarterly journal of Economic*, 118, p.p 107-155.

37- Gopalsamy, N. (1998), "**Corporate Governance Principles**", Japan: Tokyo.

38- Greenbury, S. (1995), "**Director's Remuneration**", London: Gee Publishing Ltd.

39- Gujarati, D. (2003), "**Basic Econometrics Fourth Edition**", *Irwin/McGraw-Hill*: NewYork.

40- Haniffa, R. and Hudaib, M. (2006), "**Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies**", *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7), p.p 1034-1062

41- Jackson, I. and Nelson, J. (2004), "**Profits with Principles: Seven Strategies for Delivering Value with Value**", *first edition*, Currency Doubleday, New York.

42- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "**The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure**", *Journal of Financial Economics*, **3**(4), p.p 305-360.

43- Jensen, M. (1986), "**Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers"**, *American Economic Review,* 76(2), p.p 323-329.

44- Jensen, M. (1993), "**The Modern Industrial Revolution Exist, and the failure of internal Control Systems**", *Journal of Finance*, Vol. 48, PP 831-850.

45- John, K. and Senebt L. (1998), "**Corporate Governance and Board Effectiveness**", *Journal of Banking and Finance*, Vol 22, p.p 371-403.

46- Kenny, G. (2005), "**Strategic Planning and Performance Management: Develop and Measure a Winning Strategy**", *Elsevier Butterworth-Heinemann*, Oxford.

47- Kester, S. (1986), "**Capital and Ownership Structure: A Comparison of United State and Japanese Manufacturing Corporations**", *Financial Management*, Vol.13, PP 187-221.

48- - Kiel, G. and Nicholson, G. (2003), "**Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance**", *Corporate Governance*, vol. 11, no. 3, pp. 189-205.

49- Krivogorsky, V. (2006), "**Ownership, Board structure and Performance in Continental Europe**", *The International Journal of Accounting*, 41, p.p 176-197.

50- Kyereboah, A. (2007), "**Corporate Governance and Firm Performance in Africa: a Dynamic Panel Data Analysis**", *paper presented at the international conference on corporate governance in emerging market*, Sabanci University, Istanbul, Turkey, November.

51- Laporta, R., Lopez, D. and Shleifer, A. (2002), "**Government Ownership of Commercial Banks**", *Journal of Finance*, (27): p.p 265-301.

52- Maxwell, W. and Stephens, C. (2003), "**The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders**", *Journal of Finance*, 58, p.p 895–919.

53- Modigliani, F. and Miller, M. (1958), "**The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment**", *American Economic Review*, 48, p.p 261-97.

54- Millstein Business Sector Advisory Group, (1998), "**Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets**", *Report to the OECD (Millstein report)*, p.p 13.

55- Modigliani, F. and Miller, M. (1963), "**Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**", *American Economic Review*, 53,p.p 433-43.

56- Mokhtari, Z. and Makerani, K. (2013), "**Relationship of Institutional Ownership with Firm Value and Earnings Quality: Evidence from Tehran Stock Exchange**", *International Journal of Economy*, Management and Social Sciences, 2(7), p.p 495-502

57- Myers, S. and Majluf, N. (1984), "**Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have**", *Journal of Financial Economics*, 13, p.p 187-221.

58- Myers, S. (1977), "**Determinants of Corporate Borrowing**", *Journal of Financial Economics*, 5, p.p 147-175.

59- Myers, S. (1984), "**The Capital Structure Puzzle**", *Journal of Finance*, 39, p.p 575-592.

60- Nakhaei, H. and Hamid, N. (2013), "**The Relationship between Economic Values Added, Return on Assets, and Return on Equity with Market Value Added in Tehran Stock Exchange (TSE)**", *Proceedings of Global Business and Finance Research Conference*, Oct. p.p 28-29.

61- OECD (1999), "**Principles of Corporate Governance**", From: *Http://www.oecd.org.*

62- OECD (2004), "**OECD principles of Corporate Governance**", From: *Http||www.Oecd.org.*

63- Ramdani, D. and Witteloostuijn, A. (2010), "**The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand**", *British Journal of Management*, 21(3), pp. 607-627.

64- Rechner, P. and Dalton, D. (1991), "**CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis**", *Strategic Management Journal*, 12, p.p 155-60.

65- Reed, D. (2002),"**Corporate Governance Reform on Developing Countries**", *Journal of Business Ethics*. 37, p.p 223-247.

66- Ross, S. (1977), "**The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signaling Approach**", *Bell Journal of Economics,* 8(1), p.p 23-40.

67- Rouf, M, (2011), "**The Relationship between Corporate Governance and Value of the Firm in Developing Countries: Evidence from Bangladesh**", *the International Journal of Applied Economics and Finance*, 5(3), pp. 237-244.

68- Rozeff, M. (1982), "**Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios**" *The Journal of Financial Research*, 5, pp.249-259.

69- Rutteman, P. (1993), "**Corporate Governance and the Auditors**", *Oxford*: Clare don Press.

70- Sarbanes, P. and Oxley, M. (2002), "**Sarbanes-Oxley Act of 2002**", *A Congress*, Washington DC.

71- Shafana, M., Rimziya, A and Jariya, A. (2013), "**Relationship between Stock Returns and Firm Size, and Book-To-Market Equity: Empirical Evidence from Selected Companies Listed on Milanka Price Index in Colombo Stock Exchange**", *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 4(2): p.p 217-225.

72- Secretariat Committee on Corporate Governance, (1997), "**Corporate Governance in the Netherlands - Forty Recommendations**", Peters Report, *from: www. Ecgn. org*.

73- Shil. N. (2008), "**Accounting for good Corporate Governance**", *Journal of Administration and Governance*, Vol. 3 No. 1 p.p. 22-31.

74- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), "**A Survey of Corporate Governance**", *Journal of Finance* 52, p.p 737-784.

75- Stulz, R. (1990), "**Managerial Discretion and Optimal Financing Policies**". *Journal of Financial Economics*, 26, p.p 3-27.

76- Toledo, E. (2009), "**The Relationship between Corporate Governance and Firm Value: A Simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain**", *CAAA Annual Conference*, Jan (10).

77- Tornyeva, K. and Wereko, T. 2012), "**Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana**", *European Journal of Business and Management*, Vol 4, No.13.

78- Weir, C., Laing, D. and McKnight, P. (2002), "**Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies**", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, No. 5 & No. 6, p.p 579-611.

79- Yermack, D. (1996), "**Higher Market Valuation of Companies with Small Boards of Directors**", *Journal of Financial Economics*, 40, p.p 185-213.

80- Zainodin, H., Noraini, A. and Yap S. (2011), "**An Alternative Multicollinearity Approach in Solving Multiple Regression Problem**", *Trends in Applied Science Research*, 6(11), pp. 1241-1255.

81- Zurigat, Z. (2009), "**Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan"** *Heriot-Wett University School of Management and Languages*.

قائمة الملاحق

الشركات التي تضمنها مجتمع الدراسة

الشركات التي تضمنتها عينة الدراسة

الملحق رقم (1)

الشركات التي تضمنها مجتمع الدراسة

رقم	أسم الشركة
1	الصناعات الكيماوية الأردنية.
2	الوطنية لصناعة الكلورين.
3	الموارد الصناعية الأردنية.
4	المتكاملة للمشاريع المتعددة.
5	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية.
6	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية.
7	الصناعات الهندسية العربية.
8	العربية لصناعة المواسير المعدنية.
9	الألبان الأردنية.
10	دار الغذاء.
11	الاستثمارات العامة.
12	العالمية الحديثة للزيوت النباتية.
13	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار.
14	الوطنية للدجاج.
15	الدولية للصناعات الخزفية.
16	العربية لصناعة الألمنيوم /آرال.
17	حديد الأردن.
18	مصانع الورق والكرتون الأردنية.
19	مجموعة العصر للاستثمار
20	مصانع الأجواخ الأردنية.
21	الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج.
22	المتصدرة للأعمال والمشاريع.
23	العالمية للصناعات الكيميائية.
24	الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو.
25	السلفوكيماويات الأردنية.

26	الكابلات الأردنية الحديثة.
27	القدس للصناعات الخرسانية.
28	العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة.
29	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها.
30	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية.
31	أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية.
32	مصانع الزيوت النباتية الأردنية.
33	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية.
34	مصانع الخزف الأردنية.
35	الوطنية لصناعة الصلب.
36	الاستثمارات والصناعات المتكاملة.
37	العربية للمشاريع الاستثمارية.
38	الدباغة الأردنية.
39	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية.
40	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة.
41	الصناعات البتركيماوية الوسطية.
42	الوطنية للصناعات الهندسية المتعددة / ناميكو.
43	العربية للصناعات الكهربائية
44	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والإلكترونية والثقيلة.
45	مصانع الكابلات الحديثة.
46	الأردنية لصناعة الأنابيب.
47	الجنوب لصناعة الفلاتر.
48	الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو.
49	الباطون الجاهز والتوليدات الإنشائية.
50	رم علاء الدين للصناعات الهندسية.
51	باطون لصناعة الطوب والبلاط المتداخل.
52	عافية العالمية – الأردن.
53	العامة للتعدين.
54	مناجم الفوسفات الأردنية.

55	مصانع الإسمنت الأردنية
56	البوتاس العربية.
57	الأردنية لصناعة الصوف الصخري.
58	الوطنية لصناعة الألمنيوم.
59	الدولية لصناعة السيلكا.
60	شركة الترافرتين.
61	الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي.
62	المتحدة لصناعة الحديد والصلب.
63	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي.
64	دار الدواء للتنمية والإستثمار.
65	المركز العربي للصناعات الدوائية.
66	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية.
67	الكندي للصناعات الدوائية.
68	الأردنية لإنتاج الأدوية.
69	الحياة للصناعات الدوائية.
70	فيلادلفيا لصناعة الأدوية.
71	الإقبال للطباعة والتغليف.
72	الإتحاد للصناعات المتطورة.
73	المتحدة التكاملية للصناعات المتعددة والاستثمار.
74	اتحاد النساجون العرب.
75	الألبسة الأردنية.

الملحق رقم (2)

الشركات التي تضمنتها عينة الدراسة

رقم	أسم الشركة
1	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
2	الألبان الأردنية
3	العامة للتعدين
4	العربية لصناعة الألمنيوم (آرال)
5	الصناعية التجارية الزراعية (الإنتاج)
6	الوطنية لصناعة الصلب
7	دار الدواء للتنمية والإستثمار
8	مصانع الأجواخ الأردنية
9	مصانع الخزف الأردنية
10	مصانع الورق والكرتون الأردنية
11	مناجم الفوسفات الأردنية
12	الأردنية لصناعة الأنابيب
13	المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية
14	الجنوب لصناعة الفلاتر
15	الصناعات الكيماوية الأردنية
16	العالمية للصناعات الكيماوية
17	الإستثمارات العامة
18	الصناعات والكبريت الأردنية (جيمكو)
19	الأردنية للصناعات الخشبية (جوايكو)
20	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
21	مصانع الإسمنت الأردنية
22	البوتاس العربية
23	القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية
24	العالمية الحديثة لصناعة الزيوت النباتية
25	الوطنية لصناعة الكلورين
26	الموارد الصناعية الأردنية

27	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
28	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية
29	حديد الأردن
30	العربية للصناعات الكهربائية
31	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
32	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
33	اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي
34	الوطنية للدواجن
35	المتكاملة للمشاريع المتعددة
36	الوطنية لصناعات الألمنيوم
37	المصانع العربية الدولية للأغذية والإستثمار
38	دار الغذاء
39	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والإلكترونية والثقيلة
40	العربية لصناعة المواسير المعدنية
41	الإقبال للطباعة والتغليف
42	البترول الوطنية
43	مصانع الزيوت النباتية الأردنية
44	الدولية لصناعات السيليكا
45	الترافرتين
46	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية
47	القدس للصناعات الخرسانية
48	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية
49	الحياة للصناعات الدوائية
50	إتحاد النساجون العرب
51	الألبسة الأردنية
52	أساس للصناعات الخرسانية
53	مصانع الكابلات المتحدة
54	الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي
55	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة
56	المتحدة لصناعة الحديد والصلب

57	رخام الأردن
58	سنيورة للصناعات الغذائية
59	سبأ لسكب المعادن
60	مصفاة البترول الأردنية